

VYSOKÁ ŠKOLA BÁŇSKÁ – TECHNICKÁ UNIVERZITA OSTRAVA
EKONOMICKÁ FAKULTA

KATEDRA PODNIKOHOSPODÁŘSKÁ

Stanovení hodnoty vybraného podniku

Valuation of a Selected Company

Student: Michal Libiak

Vedoucí bakalářské práce: Ing. Jiří Franek

Ostrava 2016

VŠB - Technická univerzita Ostrava
Ekonomická fakulta
Katedra podnikohospodářská

Zadání bakalářské práce

Student: **Michal Libiak**
Studijní program: B6208 Ekonomika a management
Studijní obor: 6208R020 Ekonomika podniku
Téma: Stanovení hodnoty vybraného podniku
Valuation of a Selected Company

Jazyk vypracování: slovenština

Zásady pro vypracování:

1. Úvod
2. Charakteristika podniku
3. Charakteristika metod použitých k hodnocení podniku
4. Aplikace vybraných metod na stanovení hodnoty podniku
5. Závěr

Seznam použité literatury

Seznam zkratk

Prohlášení o využití výsledků bakalářské práce

Seznam příloh

Přílohy

Seznam doporučené odborné literatury:

DLUHOŠOVÁ, Dana. *Finanční řízení a rozhodování podniku: analýza, investování, oceňování, riziko, flexibilita*. 3. vyd. Praha: Ekopress, 2011. 225 s. ISBN 978-80-86929-68-2.

MARÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku*. 3. vyd. Praha: Ekopress, 2011. 494 s. ISBN 978-80-86929-67-5.

VOCHOZKA, Marek. *Metody komplexního hodnocení podniku*. Praha: Grada Publishing, 2011. 246 s. ISBN 978-80-247-3647-1.


Formální náležitosti a rozsah bakalářské práce stanoví pokyny pro vypracování zveřejněné na webových stránkách fakulty.


Vedoucí bakalářské práce: **Ing. Jiří Franek**

Datum zadání: 20.11.2015

Datum odevzdání: 06.05.2016

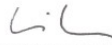



Ing. Josef Kašík, Ph.D.
vedoucí katedry


prof. Dr. Ing. Dana Dluhošová
děkanka fakulty

Prohlašuji, že jsem celou práci, včetně všech příloh, vypracoval samostatně.

15. 7. 2016

Podpis 

Chcel by som poďakovať Ing. Jiřímu Frankovi za jeho cenné rady a trpezlivosť počas spracovávania bakalárskej práce.

OBSAH

1	ÚVOD	5
2	CHARAKTERISTIKA PODNIKU	6
2.1	ZÁKLADNÉ ÚDAJE O PODNIKU	6
2.1.1	<i>Predmet podnikania</i>	<i>6</i>
2.2	HISTÓRIA A POPIS SPOLOČNOSTI	7
3	CHARAKTERISTIKA METÓD POUŽITÝCH K HODNOTENIU PODNIKU	8
3.1	ZÁKLADNÁ DEFINÍCIA HODNOTY	8
3.1.1	<i>Podnik ako predmet oceňovania</i>	<i>8</i>
3.1.2	<i>Hodnota podniku.....</i>	<i>8</i>
3.1.3	<i>Dôvody oceňovania</i>	<i>9</i>
3.2	KATEGÓRIE HODNOTY	9
3.2.1	<i>Tržná hodnota</i>	<i>10</i>
3.2.2	<i>Subjektívna hodnota.....</i>	<i>10</i>
3.2.3	<i>Objektivizovaná hodnota</i>	<i>10</i>
3.3	POSTUP OCEŇOVANIA.....	10
3.3.1	<i>Zber vstupných dát</i>	<i>11</i>
3.3.2	<i>Strategická analýza</i>	<i>12</i>
3.3.3	<i>Zostavenie finančného plánu.....</i>	<i>12</i>
3.3.4	<i>Ocenenie.....</i>	<i>12</i>
3.4	FINANČNÁ ANALÝZA	12
3.4.1	<i>Horizontálna a vertikálna analýza.....</i>	<i>13</i>
3.4.2	<i>Pomerové ukazovatele</i>	<i>14</i>
3.4.3	<i>Ukazovatele celkovej výkonnosti podniku</i>	<i>19</i>
3.5	ROZDELENIE AKTÍV NA PREVÁDZKOVO POTREBNÉ A NEPOTREBNÉ.....	21
3.6	STANOVENIE NÁKLADOV NA KAPITÁL.....	22
3.7	FINANČNÝ PLÁN.....	24
3.7.1	<i>Plán tržieb.....</i>	<i>24</i>
3.7.2	<i>Plán nákladov.....</i>	<i>25</i>
3.7.3	<i>Plán investícií.....</i>	<i>25</i>
3.7.4	<i>Plán pracovného kapitálu.....</i>	<i>26</i>
3.8	METÓDY STANOVENIA HODNOTY PODNIKU	27
3.8.1	<i>Účtovná hodnota na princípe historických cien.....</i>	<i>27</i>
3.8.2	<i>Metóda diskontovaných peňažných tokov DCF Entity.....</i>	<i>28</i>
3.8.3	<i>EVA</i>	<i>30</i>

4	APLIKÁCIA VYBRANÝCH METÓD NA STANOVENIE HODNOTY PODNIKU.....	33
4.1	ANALÝZA CELKOVEJ VÝKONNOSTI EKONOMIKY, ODVETVIA A PODNIKU	33
4.1.1	<i>Makroekonomická situácia</i>	33
4.1.2	<i>Analýza odvetvia</i>	36
4.1.3	<i>Finančná analýza.....</i>	39
4.2	FINANČNÝ PLÁN.....	47
4.2.1	<i>Plán výsledku hospodárenia na ďalšie obdobie.....</i>	47
4.2.2	<i>Plán rozvahy</i>	53
4.3	ROZDELENIE AKTÍV NA PREVÁDZKOVO POTREBNÉ A NEPOTREBNÉ.....	56
4.4	KORIGOVANÝ VÝSLEDOK HOSPODÁRENIA	56
4.5	STANOVENIE NÁKLADOV NA KAPITÁL.....	56
4.6	HODNOTA PODNIKU URČENÁ ÚČTOVNOU METÓDOU.....	58
4.7	HODNOTA PODNIKU STANOVENÁ METÓDOU DCF ENTITY	58
4.7.1	<i>Výpočet FCFF</i>	58
4.8	HODNOTA PODNIKU STANOVENÁ METÓDOU EVA ENTITY	60
4.9	POROVNANIE A ZHODNOTENIE VYPOČÍTANÝCH HODNÔT	61
5	ZÁVER	63
	ZOZNAM POUŽITEJ LITERATÚRY.....	64
	ZOZNAM SKRATIEK	67
	PREHLÁSENIE O VYUŽITÍ VÝSLEDKOV BAKALÁRSKEJ PRÁCE	
	ZOZNAM PRÍLOH	

1 Úvod

Cieľom bakalárskej práce je stanovenie hodnoty podniku vybranými metódami. Motiváciou k spracovaniu tejto témy bol záujem autora o túto problematiku. Oceňovaná bude spoločnosť ŠTENCEL TRANSPORT s.r.o., ktorá sa zaoberá predovšetkým nákladnou prepravou, v menšej miere taktiež službami súvisiacimi s manipuláciou s tovarom. Ocenenie bude prebiehať k dátumu 1. 1. 2015.

Práca je rozčlenená na 5 kapitol, vrátane úvodu, ktorý obsahuje prvú kapitolu a záveru v piatej kapitole.

V druhej kapitole bude predstavená oceňovaná spoločnosť, budú zobrazené základné informácie o spoločnosti a jej organizačná štruktúra.

V tretej kapitole budú charakterizované teoretické východiská procesu ocenenia. Na jej začiatku budú definované základné pojmy týkajúce sa oceňovania, ďalej bude objasnený konkrétny postup oceňovania, vrátane analýzy zozbieraných dát a ich úprava pre využitie na následné prognózy finančných plánov. Budú taktiež predstavené základné oceňovacie techniky, pričom vybrané z nich budú bližšie charakterizované.

Štvrtá kapitola bude popisovať samotné oceňovanie vybranej spoločnosti na základe teoretického základu z tretej kapitoly. Najskôr bude vykonaná makroekonomická analýza, analýza odvetvia a finančná analýza podniku. Následne budú vytvorené finančné plány pre nasledujúce roky, vrátane výpočtov nákladov kapitálu. Nakoniec bude vypočítaná hodnota podniku konkrétnymi oceňovacími metódami a ich výsledky budú navzájom porovnané.

Záver bude venovaný zhrnutiu výsledkov dosiahnutých v práci a zhodnotenie splnenia cieľa práce.

2 Charakteristika podniku

Táto kapitola sa bude venovať základnému predstaveniu oceňovaného podniku, ktorým je ŠTENCEL TRANSPORT s.r.o. a ktorého pôsobenie je zamerané na nákladnú dopravu.

2.1 Základné údaje o podniku

Základné informácie o oceňovanej spoločnosti sú zobrazené v nasledujúcom prehľade:

Obchodná firma	ŠTENCEL TRANSPORT s.r.o.
Právna forma	Spoločnosť s ručením obmedzeným
Sídlo	K Rybníčkům 334, 747 81 Otice
Dátum vzniku	27. január 1993
IČO	47666307
Základný kapitál	1 181 000,- Kč
Jednatel'	Ing. Josef Štencel
Spoločníci	Ing. Josef Štencel

2.1.1 Predmet podnikania

Podnik má v obchodnom registri uvedené nasledujúce činnosti:

- cestná motorová preprava, prevádzkovaná nákladnými vozidlami alebo jazdnými súpravami, ktorých najvyššia povolená hmotnosť prekračuje 3,5 ton;
- opravy motorových vozidiel;
- výroba, obchod a služby neuvedené v prílohách 1 až 3 živnostenského zákona.

Hlavným predmetom činnosti spoločnosti ŠTENCEL TRANSPORT s.r.o. je predovšetkým cestná preprava, ktorú zabezpečuje pomocou nákladných vozidiel.

Okrem toho prevádzkuje činnosti súvisiace s manipuláciou s nákladom, ktoré rozšíril v posledných rokoch.

2.2 História a popis spoločnosti

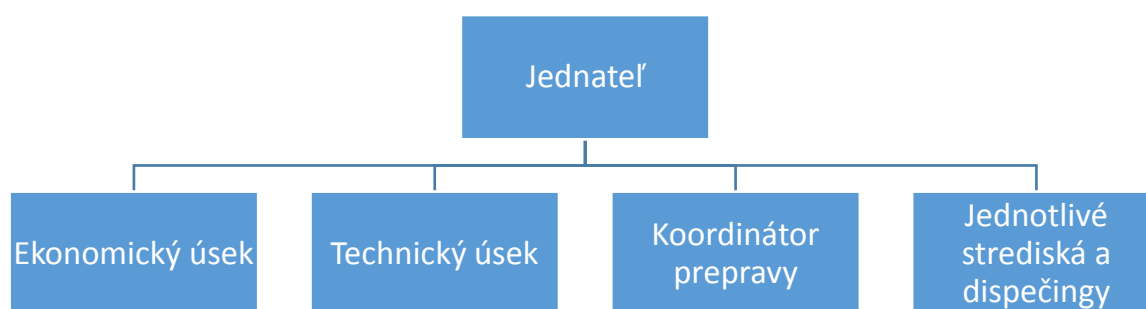
Podnik ŠTENCEL TRANSPORT s.r.o. bol založený v roku 1993 Ing. Josefom Štencelom a zaoberá sa cestnou prepravou, predovšetkým papierenských výrobkov, oceľových plechov, ale aj potravín a prípadne iných tovarov. Od roku 1996 sídli v Oticiach (obec vo vzdialenosti približne 3 km od Opavy), kde sa nachádza centrálny dispečing, parkoviská, čerpacia stanica a servis pre vlastné vozidlá a administratívna budova. Okrem toho má 3 pobočky mimo Moravskoslezský kraj, priamo v areáli najvýznamnejších zákazníkov, ktorým zabezpečuje ucelené prepravné služby.

Spoločnosť vlastní 67 vozidiel, ťahače predovšetkým od výrobcov DAF, MAN a Volvo a návesy Krone, Koegel a Schmitz. Väčšina vozidiel spĺňa emisné normy EURO V a EURO VI, za ktoré nemusia byť platené niektoré poplatky (napr. ekologická daň), príp. iné poplatky v zahraničí, kde bežne existujú tzv. emisné zóny, v ktorých vozidlá nespĺňajúce minimálnu stanovenú normu musia platiť za vstup do tejto zóny poplatok.

Preprava sa vykonáva v rámci Českej republiky, ale aj v zahraničí, predovšetkým v Nemecku, Slovensku, Rakúsku, Poľsku, Maďarsku a prípadne v iných krajinách.

Zjednodušenú podobu organizačnej štruktúry spoločnosti vyjadruje Obrázok 2.1.

Obrázok 2.1: Organizačná štruktúra oceňovanej spoločnosti



Zdroj: spoločnosť ŠTENCEL TRANSPORT s.r.o.

3 Charakteristika metód použitých k hodnoteniu podniku

Kapitola sa bude zaoberať teoretickými východiskami potrebnými ku konečnému stanoveniu hodnoty podniku.

Prv, než budú charakterizované konkrétne postupy výpočtu, sa definujú základné pojmy súvisiace s hodnotou podniku, budú objasnené dôvody jej zisťovania a niektoré konkrétne prístupy. Následne bude predstavený postup stanovovania hodnoty, ktorého jednotlivé kroky budú charakterizované v samostatných podkapitolách. Jedná sa predovšetkým o finančnú analýzu, úpravy účtovných výkazov a výpočet nákladov kapitálu. Nakoniec budú predstavené jednotlivé metódy výpočtu hodnoty, pričom vybrané z nich budú detailne popísané.

3.1 Základná definícia hodnoty

3.1.1 Podnik ako predmet oceňovania

Rôzne pramene vymedzujú pojem „podnik“ odlišnými spôsobmi. Pojem „podnik“, do roku 2013 definovaný v obchodnom zákonníku, bol nahradený pojmom „obchodný závod“, ktorý je od 1. januára 2014 podľa občianskeho zákonníka (§502 zákona č. 89/2012 Sb.) definovaný ako *„organizovaný súbor imania, ktorý podnikateľ vytvoril a ktorý z jeho vôle slúži k prevádzkovaniu jeho činnosti. Považuje sa, že závod tvorí všetko, čo spravidla slúži k jeho prevádzke.“* Podnik je teda funkčným celkom, schopným generovať v súčasnosti a budúcnosti určitý výnos (Kislingerová 1999).

3.1.2 Hodnota podniku

Pred samotným ohodnocovaním podniku je potrebné si uvedomiť, že objektívna hodnota je pojem relatívny a nie je možné určiť jednoznačný algoritmus, ktorý by slúžil pre jediné správne ocenenie použiteľné pre všetky účely. Keďže hodnota je založená na prognóze budúceho vývoja, jedná sa tým pádom vždy len o jej odhad samotným hodnotiteľom. Hodnota je závislá od účelu a spôsobu hodnotenia, a taktiež ako uvádza Kislingerová (1999), jedná sa o odraz určitých znalostí o podniku a miere informovanosti hodnotiteľa v okamžiku oceňovania.

Podnik môžeme podľa Mařík (2011) ohodnotiť na niekoľkých hladinách:

- brutto hodnota vyjadruje hodnotu podniku z pohľadu vlastníkov aj veriteľov (vo výnosových metódach označovaná ako hodnota entity). Zahŕňa tzv. obchodné imanie, ktoré je definované ako súbor obchodného majetku a záväzkov vzniknutých v súvislosti s podnikaním.
- netto hodnota predstavuje ocenenie na úrovni vlastníkov podniku (vo výnosových metódach je označovaná ako metóda equity). Zahŕňa vlastný kapitál (oceňovaný podľa účtových pravidiel, kde rozhodujúcu váhu majú historické zriaďovacie ceny) a čistý obchodný majetok (oceňovaný na základe ekonomickej reality).

3.1.3 Dôvody oceňovania

Potreba stanovenia hodnoty podniku vychádza z rôznych podnetov, ktoré sa navzájom odlišujú a vyžadujú rozdielny prístup, z ktorého vyplývajú odlišné techniky oceňovania. Medzi tieto dôvody patrí predovšetkým:

- predaj a kúpa podniku,
- splynutie a zlúčenie obchodných spoločností,
- zmena právnej formy obchodnej spoločnosti,
- uvedenie spoločnosti na burzu,
- poskytovanie úveru,
- rozhodovanie o možnostiach likvidácie a sanácie,
- náhrada za vyvlastnenie,
- platenie daní.

3.2 Kategórie hodnoty

Mařík (2011) rozlišuje niekoľko základných prístupov oceňovania:

- tržná hodnota,
- subjektívna hodnota
- objektivizovaná hodnota.

3.2.1 Tržná hodnota

Tržná hodnota je založená na základnom ekonomickom poňatí modelového trhu, kde sa vytvára ponuka a dopyt, v tomto prípade smerované na podnik ako celok, príp. na podiely na vlastnom kapitále podniku. Pôsobením ponuky a dopytu vzniká rovnovážna (tržná) cena, ktorú je v danom čase predávajúci ochotný prijať a kupujúci zaplatiť, pričom obidvaja účastníci transakcie sú o podmienkach a o situácii na trhu dokonale informovaní a svoje správanie tejto situácii prispôsobujú. Podľa Mařík (2011) je teda tržná hodnota podniku odhadom rovnovážnej ceny na trhu, pre ktorej stanovenie je možné použiť napr. výnosové metódy. V reálnych podmienkach je avšak podľa Mařík (2011) nutné vyjadriť tržnú cenu intervalom možných hodnôt, nie jediným číslom, nakoľko sa nepracuje s modelovými dokonalými trhmi, ale s reálnymi, ktoré sa od nich viac či menej odlišujú.

3.2.2 Subjektívna hodnota

Subjektívna hodnota, označovaná aj ako investičná hodnota, je daná očakávaným úžitkom v budúcnosti pre konkrétneho kupujúceho s konkrétnym investičným zámerom a nie je teda ekvivalentná s tržnou hodnotou. Kým tržná hodnota predpokladá existenciu dokonalého trhu a zohľadňuje všetky jeho aspekty a je teda v jednom momente vyjadrená v určitej výške, subjektívna hodnota sa môže líšiť v závislosti od individuálneho postojov viacerých kupujúcich.

3.2.3 Objektivizovaná hodnota

Ako bolo spomínané v kapitole 3.1.2, objektívne poňatie hodnoty neexistuje a preto sa zaviedol pojem *objektivizovaná hodnota*, ktorej cieľom je sa objektívnej hodnote čo najviac približovať. Jej základný princíp predstavuje v podstate presný opak subjektívnej hodnoty. Vyjadruje hodnotu budúcich výnosov podniku, ktoré sú ale dosiahnuté zotrvaním podniku v jeho doterajšej stratégii, pričom sa zohľadňujú všetky budúce činitele, ktoré sú zároveň realistické a založené na všeobecne uznávaných dátach. Jej výška nie je ovplyvnená oceňovateľom a neplatí, že sa automaticky rovná tržnej hodnote, nakoľko tá je založená na vzájomnom očakávaní kupujúceho a predávajúceho a nemusí byť pritom vôbec blízka objektívnej hodnote.

3.3 Postup oceňovania

Ako prvú vec, ktorú by si mal oceňovateľ uvedomiť pred samotným začiatkom oceňovania, je dôvod, kvôli ktorému sa oceňovanie vôbec vykonáva, z čoho budú následne

vychádzať jeho ďalšie kroky. Taktiež musí zohľadniť špecifiká oceňovaného podniku a zvážiť, akú kategóriu hodnoty bude určovať, čo môže mať vplyv napríklad na vyžadovanú podrobnosť vstupných dát.

Postup by sa dal zjednodušene vyjadriť v nasledujúcich krokoch:

- zber vstupných dát,
- strategická analýza,
- tvorba finančného plánu,
- ocenenie.

3.3.1 Zber vstupných dát

Základnou podmienkou, bez ktorej sa ocenenie nezaobíde, je mať k dispozícii všetky údaje, ktoré môžu byť využiteľné v každej ďalšej časti oceňovacieho procesu. Je dôležité mať nielen údaje konkrétneho podniku, ale aj vhodné údaje potrebné na analýzu prostredia, v ktorom podnik pôsobí.

Za najdôležitejšie údaje sa môžu považovať napríklad:

- údaje charakterizujúce podnik - základné údaje, predmet činnosti, prípadne jeho vízie a plány do budúcnosti;
- ekonomické údaje podniku – účtovné výkazy za obdobie niekoľkých rokov, príp. správy audítora;
- údaje využiteľné na analýzu trhu, pričom je potrebné presne stanoviť príslušnosť podniku do odvetvia, tieto údaje zahŕňajú napríklad štatistické analýzy buď nezávislé, alebo podnikové;
- vnútorné údaje podniku obsahujúce údaje napríklad o jednotlivých podnikových procesoch;
- v niektorých prípadoch ekonomické údaje nielen oceňovaného podniku, ale aj jeho obchodných partnerov, príp. konkurentov.

Je potrebné zdôrazniť, že dôležitú rolu má spoľahlivosť zozbieraných dát, resp. spoľahlivosť zdrojov, odkiaľ boli tieto dáta čerpané. Jedná sa predovšetkým o verejne dostupné údaje týkajúce sa trhu alebo celkovej ekonomickej situácie, ktoré by mali byť čerpané len z dôveryhodných zdrojov.

3.3.2 Strategická analýza

Analýza zozbieraných dát je ďalším podstatným krokom stanovovania hodnoty, nakoľko táto činnosť vytvára podklady, na základe ktorých budú následne zostavované finančné plány.

Prebieha v niekoľkých stupňoch (Sedláčková, Buchta; 2006):

- analýza makrookolía – sledujú sa faktory, ktoré vznikajú mimo podnik a samotný podnik ich nemôže ovplyvniť, jedná sa predovšetkým o ekonomické a politické vplyvy;
- analýza mikrookolía – analyzuje sa odvetvie, jeho výkony a ďalšie charakteristiky, zahŕňajúce konkurenciu;
- vnútorná analýza – zameraná na samotný podnik a podnikové zdroje, súčasťou je finančná analýza, ktorej sa v práci venuje samostatná kapitola.

3.3.3 Zostavenie finančného plánu

Finančný plán je podmienkou pri hodnotení podniku výnosovými metódami. Zostavuje sa v súlade so zistenými hodnotami z predchádzajúcich analýz a to tak, aby zodpovedal vytýčenému cieľu oceňovania a stanovenej kategórii hodnoty. Popisu tvorby finančného plánu sa venuje kapitola 3.7.

3.3.4 Ocenenie

Samotnému oceneniu predchádza výber vhodnej oceňovacej metódy, ktorá bude taktiež v súlade s cieľom ocenenia a zároveň bude zohľadňovať napr. právnu formu oceňovaného podniku, príp. iné osobitosti podniku. V prípade, že bolo zvolených viacero oceňovacích prístupov, má svoje opodstatnenie taktiež porovnanie ich výpovednej hodnoty navzájom, resp. vytvoriť súhrnné hodnotenie.

3.4 Finančná analýza

Finančná analýza je súbor postupov, ktoré vedú k hodnoteniu finančnej situácie podniku v minulosti. Jej vlastný priebeh závisí od konkrétneho cieľa, pre ktorý sa finančná analýza vykonáva. Cieľom môže byť napríklad:

- zaistenie podkladov pri rozhodovaní o budúcom smerovaní podniku,
- identifikácia príčin pozitívnych aj negatívnych javov v podniku,

- kontrola plnenia podnikových plánov a stratégií, resp. efektívnosti vykonaných investícií.

V prípade oceňovania sa jedná predovšetkým o identifikáciu a analýzu faktorov, ktoré pôsobili v minulosti na chod a výsledky podniku a môžu mať na podnik vplyv v budúcnosti, pričom výsledky tejto analýzy slúžia ako východisko pre tvorbu finančného plánu.

Metodické prístupy podľa Kalouda (2011):

- horizontálna analýza,
- vertikálna analýza,
- pomerové ukazovatele – paralelná sústava,
- pomerové ukazovatele – pyramídová sústava,
- bankrotné a bonitné modely (ukazovatele súhrnnej výkonnosti podniku).

3.4.1 Horizontálna a vertikálna analýza

Horizontálna analýza

Horizontálna analýza slúži k porovnávaní položiek účtovných výkazov v čase a následné stanovenie vývojového trendu danej položky. Táto časová zmena môže byť vyjadrená buď absolútne alebo relatívne.

Vyjadrenie absolútnej zmeny popisuje nasledujúci vzorec (Dluhošová, 2010):

$$\text{absolútna zmena} = U_t - U_{t-1} \quad (3.1)$$

Relatívnu zmenu je možné vyjadriť nasledovne (Dluhošová, 2010):

$$\text{relatívna zmena} = \frac{U_t - U_{t-1}}{U_{t-1}} \quad (3.2)$$

V obidvoch vzťahoch U_t označuje hodnotu ukazovateľa (položky) v roku t , a U_{t-1} hodnotu rovnakého ukazovateľa v predchádzajúcom roku $t-1$.

Vertikálna analýza

Vertikálna analýza vyjadruje percentuálny pomer položky účtovného výkazu na určitom celku. Výsledkom pri porovnaní v čase nie je absolútna zmena, ale zmena štruktúry daného celku. Vzorcem sa dá tento pomer vyjadriť nasledovne (Dluhošová, 2010):

$$\text{podiel na celku} = \frac{U_i}{\sum U_i} \quad (3.3)$$

U_i označuje výšku čiastkovej veličiny, $\sum U_i$ súhrnnú

3.4.2 Pomerové ukazovatele

Pomerové ukazovatele (financial ratios) charakterizujú určitú vlastnosť podniku, ktorú je možné prostredníctvom daného ukazovateľa vyjadriť pomocou jednej číselnej hodnoty. Vypočítajú sa ako pomer dvoch (príp. viacerých) absolútnych ukazovateľov, pričom aby mal ich výsledný pomer výpovednú hodnotu, musia byť tieto absolútne ukazovatele v určitom vzájomnom vzťahu. Pomocou pomerových ukazovateľov je možné hodnotiť buď súčasnú situáciu podniku (resp. vývoj tejto situácie v čase), alebo porovnávať niekoľko podnikov navzájom. V praxi rozoznávame 5 skupín ukazovateľov:

- ukazovatele rentability,
- ukazovatele finančnej stability a zadlženosti,
- ukazovatele aktivity,
- ukazovatele likvidity,
- ukazovatele tržnej hodnoty.

Táto bakalárska práca sa bude postupne zaoberať prvými štyrmi uvedenými skupinami ukazovateľov. Ukazovatele tržnej hodnoty vzhľadom na právnu formu analyzovanej spoločnosti bližšie charakterizované nebudú.

Konkrétne uvádzané vzorce sú čerpané z Dluhošová (2010), pokiaľ nie je uvedené inak.

Ukazovatele rentability

Rentabilita, resp. výnosnosť, vyjadruje mieru zhodnotenia vloženého kapitálu, t.j. schopnosť použitého kapitálu dosiahnuť zisk. Pri výpočte rentability sa vychádza prevažne z údajov uvedených v rozvahe a vo výkaze zisku a strát.

Obecne sa dá rentabilita vyjadriť ako pomer výšky zisku k čiastke použitého kapitálu:

$$\text{Rentabilita} = \frac{\text{Zisk}}{\text{Vložený kapitál}} \quad (3.4)$$

V účtovníctve rozoznávame niekoľko druhov zisku, ktoré sa môžu použiť vo výpočte rentability:

- zisk pred odpismi, úrokmi a zdanením (EBITDA),
- zisk pred úrokmi a zdanením (EBIT),
- zisk pred zdanením (EBT),
- zisk po zdanení (čistý zisk, EAT).

Vo všeobecnosti by rentabilita nemala mať v čase klesajúci trend. Podľa druhu kapitálu, ktorým pomerujeme zisk, rozlišujeme rôzne typy rentability.

Rentabilita aktív (return on assets - ROA) vyjadruje množstvo zisku dosiahnutého na 1 Kč aktív. Považuje sa za základné merítko rentability, nakoľko pomeruje zisk s celkovými aktívami investovanými do podnikania bez ohľadu na to, z akých zdrojov sú financované (Dluhošová, 2010). Jeho žiadaná hodnota by mala v čase stúpať.

$$ROA = \frac{EBIT}{Aktíva} \quad (3.5)$$

Rentabilita vlastného kapitálu (return on equity - ROE) vyjadruje výnosnosť kapitálu vloženého do podniku vlastníckmi a akcionármi.

$$ROE = \frac{EAT}{Vlastný\ kapitál} \quad (3.6)$$

Pomocou ukazovateľa ROE investori zisťujú, či je ich kapitál zhodnotený dostatočnou mierou, ak pritom zohľadnia rizika danej investície. Hodnota ROE by teda mala byť vyššia, než je úroková miera bezrizikových cenných papierov, resp. vyššia, než sú úrokové sadzby iných foriem investovania (Růčková, 2011).

Rentabilita tržieb (return on sales – ROS) vyjadruje schopnosť podniku dosahovať zisk pri danej úrovni tržieb, t.j. koľko zisku dokáže vyprodukovať na 1 Kč tržieb. Jeho nízka hodnota reflektuje chybné riadenie firmy, stredná úroveň je znakom dobrej práce managementu firmy, vysoká hodnota poukazuje na nadpriemernú úroveň firmy (Dluhošová, 2010).

$$ROS = \frac{EAT}{Tržby} \quad (3.7)$$

Rentabilita dlhodobých zdrojov (return on capital employed – ROCE) sa vypočíta ako pomer zisku k celkovému vloženému dlhodobému kapitálu. Ukazovateľ ROCE sa často používa pri medzipodnikovom porovnávaní.

$$ROCE = \frac{EBIT}{Vlastný kapitál + Dlhodobé záväzky} \quad (3.8)$$

Ukazovatele finančnej stability a zadlženosti

Podnik je zadlžený v prípade, ak pre financovanie svojho majetku a činnosti využíva okrem vlastného aj cudzí kapitál. Zadlženosť nemôžeme považovať za nežiaduci jav, nakoľko využitie cudzieho kapitálu je pre podnik vďaka daňovému štítu výhodnejšie, než využívanie výhradne vlastného kapitálu. Avšak s narastajúcou zadlženosťou sa zároveň zvyšuje riziko.

Celková zadlženosť (ukazovateľ veriteľského rizika, debt ratio) je základným ukazovateľom zadlženosti, ktorý vypočítame ako pomer celkového dlhu (dlhodobé a krátkodobé záväzky) k celkovým aktívam.

$$Celková zadlženosť = \frac{Cudzí kapitál}{Celkové aktíva} \quad (3.9)$$

Rastúca hodnota tohto ukazovateľa predstavuje rastúce riziko pre veriteľov. Optimálna hodnota celkovej zadlženosti by sa mala pohybovať v intervale 30-60% (Knápková, Pavelková 2011), pričom je nutné zohľadniť odvetvie, v ktorom podnik pôsobí.

Podiel vlastného kapitálu na aktívach (equity ratio) vyjadruje pomer, v akom sú aktíva podniku financované z vlastných zdrojov a aká vysoká je miera jeho finančnej samostatnosti. Ako uvádza Dluhošová (2010), zvyšovanie tohto ukazovateľa má za následok upevňovanie finančnej stability, avšak zároveň vedie k znižovaniu rentability.

$$Podiel vl. kapitálu na aktívach = \frac{Vlastný kapitál}{Celkové aktíva} \quad (3.10)$$

Ukazovateľ zadlženosti vlastného kapitálu (miera zadlženosti, debt to equity ratio) predstavuje pomer cudzieho kapitálu k vlastnému. Optimálna hodnota zadlženosti vlastného kapitálu leží v intervale 80-120%, pričom pri stanovení optimálnej hodnoty záleží na fáze vývoja podniku a postoja vlastníkov k riziku (Dluhošová 2010).

$$\text{Zadlženosť vlastného kapitálu} = \frac{\text{Cudzí kapitál}}{\text{Vlastný kapitál}} \quad (3.11)$$

Ukazovatele aktivity

Medzi ukazovatele aktivity sa zaraďujú ukazovatele rýchlosti a doby obratu. Rýchlosť obratu vyjadruje počet obrátok určitej položky v sledovanom období (zvyčajne 1 rok). Doba obratu udáva časový úsek, za ktorý nastane 1 obrat danej položky (udáva sa zvyčajne v dňoch).

Rýchlosť obratu aktív vyjadruje počet obrátok aktív za daný časový interval (obvykle 1 rok), t.j. predstavuje intenzitu využitia celkového majetku (Dluhošová 2010). Rýchlosť obratu by mala dosahovať vyššie hodnoty, než ostatné podniky v odvetví, pričom by zároveň nemala klesnúť pod hodnotu 1,0.

$$\text{Rýchlosť obratu aktív} = \frac{\text{Tržby}}{\text{Aktíva}} \quad (3.12)$$

Doba obratu aktív udáva počet dní, za ktorý dôjde k obratu aktív vo vzťahu k tržbám (Dluhošová 2010). Pre tento ukazovateľ sa preferuje klesajúci trend.

$$\text{Doba obratu aktív} = \frac{\text{Aktíva} \cdot 360}{\text{Tržby}} \quad (3.13)$$

Doba obratu pohľadávok predstavuje priemernú dobu, ktorá uplynie od momentu vzniku záväzku na strane odberateľa, až po jeho úhradu. Jeho vysoká hodnota môže naznačovať neschopnosť odberateľov plniť si svoje záväzky a z toho vyplývajúcu neefektívnu nutnosť podniku viazať v týchto pohľadávkach svoje zdroje a s tým súvisiacu vyššiu potrebu úverov, avšak nemusí byť vo všetkých prípadoch negatívnym javom. Je potrebné túto hodnotu posudzovať individuálne, keďže je závislá od stratégie podniku v oblasti riadenia pohľadávok, príp. od zvyklostí v danom odvetví.

$$\text{Doba obratu pohľadávok} = \frac{\text{Pohľadávky} \cdot 360}{\text{Tržby}} \quad (3.14)$$

Doba obratu záväzkov, naopak, vyjadruje platobnú morálku analyzovaného podniku, priemernú dobu uhradenia svojich záväzkov. Podobne ako pri dobe obratu pohľadávok, jeho

vysoká hodnota môže znamenať buď neschopnosť podniku hradiť svoje záväzky, alebo taktiež výhodné podmienky obchodných úverov poskytnutých dodávateľmi.

$$Doba obratu záväzkov = \frac{Záväzky \cdot 360}{Tržby} \quad (3.15)$$

Ukazovatele likvidity

Jednou zo základných podmienok dlhodobej existencie podniku je trvalá platobná schopnosť. Samotný pojem likvidita vyjadruje schopnosť podniku uhradiť včas svoje záväzky. Ďalším dôležitým pojmom súvisiacim s likviditou je likvidnosť, ktorá označuje schopnosť jednotlivých zložiek majetku premeniť sa za krátky čas na peňažné prostriedky. Za aktíva s najvyššou likvidnosťou môžeme považovať krátkodobý finančný majetok. Naopak, najmenej likvidné sú budovy, stroje a ďalší dlhodobý majetok. Ukazovatele likvidity sa dajú obecné vyjadriť ako pomer daného obežného majetku a krátkodobých záväzkov, zahŕňajúcich krátkodobé bankové úvery (Dluhošová, 2013). Podľa druhu obežného majetku sú rozlišované tri stupne likvidity – bežná likvidita, pohotová likvidita a okamžitá likvidita. Optimálne hodnoty jednotlivých stupňov budú uvedené neskôr, vo všeobecnosti je ale možné konštatovať, že príliš vysoká hodnota likvidity svedčí o neefektívnej viazanosti kapitálu v obežnom majetku, z čoho vyplýva jeho nízka výnosnosť. Nízka hodnota likvidity vypovedá o neschopnosti platiť svoje záväzky.

Bežná likvidita (current ratio, likvidita 3. stupňa, L3) vyjadruje, koľko Kč obežných aktív pokrýva 1 Kč krátkodobých záväzkov. Doporučená hodnota ukazovateľa je v rozpätí 1,5-2,5.

$$Bežná likvidita = \frac{Obežné aktíva}{Krátkodobé záväzky} \quad (3.16)$$

Pohotová likvidita (quick ratio, likvidita 2. stupňa, L2) vylučuje z obežných aktív zásoby, ako najmenej likvidnú časť obežného majetku. Hodnota pohotovej likvidity by sa mala pohybovať v intervale 1,0-1,5.

$$Pohotová likvidita = \frac{Obežné aktíva - zásoby}{Krátkodobé záväzky} \quad (3.17)$$

Okamžitá likvidita (cash ratio, likvidita 1. stupňa, L1) sa vypočíta ako pomer krátkodobého finančného majetku, ako najlikvidnejšej časti obežných aktív, a krátkodobých záväzkov. Hodnota ukazovateľa by mala dosahovať výšku v rozmedzí 0,2-0,5. Výpočet podľa Valach (1999):

$$\text{Okamžitá likvidita} = \frac{KFM}{\text{Krátkodobé záväzky}} \quad (3.18)$$

3.4.3 Ukazovatele celkovej výkonnosti podniku

Klasické pomerové ukazovatele, ktoré boli predstavené v predchádzajúcej časti, vyjadrujú izolovaný údaj o jednej vlastnosti podniku, pričom pre jeho správnu interpretáciu je nutné zohľadniť množstvo ďalších faktorov (odvetvie, stratégia, vzťahy s okolím). Snahou autorov ukazovateľov súhrnnej výkonnosti podniku je vyjadriť finančnú situáciu jedným číslom, ktoré je jednoduchšie interpretovateľné a dokáže pomerne presne charakterizovať finančné zdravie tohto podniku a prípadne včas odhaliť pravdepodobnú finančnú tieseň. Tieto postupy sú označované ako predikčné modely a je ich možné rozdeliť do dvoch skupín:

- bankrotné modely,
- bonitné modely.

Prostredníctvom bankrotných modelov je možné na základe určitých znakov (problémy s likviditou, rentabilitou apod.) s predstihom konštatovať, či je podnik v blízkej dobe ohrozený bankrotom. Princípom bonitných modelov je ohodnotiť finančné zdravie podniku prostredníctvom bodového hodnotenia.

Altmanov model

Altmanov model (Z-skóre, Altmanov index), ktorý bol prvýkrát predstavený v roku 1968 E. Altmanom, patrí v súčasnosti medzi najznámejšie bankrotné modely. Bol vytvorený na základe analýzy 33 bankrotujúcich a 33 nebankrotujúcich priemyselných spoločností pôsobiacich v USA, u ktorých hodnotil 22 ukazovateľov. Počet ukazovateľov počas testovania zúžil na 5. Na základe ďalších analýz rozdelil tieto podniky podľa ich Z-skóre do 3 skupín, ktoré vyjadrovali ich finančnú situáciu.

Počas nasledujúcich rokov bolo vytvorených niekoľko modifikácií Altmanovho modelu pre rôzne typy podnikov, vrátane modifikácie určenej pre podniky v Českej republike.

Z-skóre pre podniky podnikajúce v českom prostredí vypočítame podľa vzorca (Kalouda, 2011):

$$Z_{CZ} = 1,2 \cdot X_1 + 1,4 \cdot X_2 + 3,3 \cdot X_3 + 0,6 \cdot X_4 + 1,0 \cdot X_5 + 1,0 \cdot X_6 \quad (3.19)$$

kde X_1 označuje čistý pracovný kapitál / celkové aktíva. X_2 je nerozdelený zisk / celkové aktíva, pričom nerozdelený zisk predstavuje súčet troch rozvahových položiek: výsledku hospodárenia bežného účtového obdobia, výsledku hospodárenia z minulých rokov a fondov zo zisku (Sedláček 2011). Ukazovateľ X_3 sa vypočíta ako pomer EBIT / Celkové aktíva. X_4 označuje pomer tržná hodnota vlastného kapitálu / celkové dlhy. K výpočtu tržnej hodnoty vlastného kapitálu pre spoločnosti neobchodované na verejnom kapitálovom trhu sa podľa Sedláček (2011) použije hodnota základného kapitálu zistená z rozvahy. X_5 je celkový obrat / celkové aktíva. Celkovým obratom sa rozumie súčet tržieb z predaja tovaru a vlastných výrobkov a služieb, ktoré sú uvedené vo výkaze ziskov a strát (Sedláček 2011). Ukazovateľ X_6 je určený ako záväzky po lehote splatnosti / celkové výnosy.

Vypočítané Z-skóre je následne posudzované podľa vyhodnocovacích podmienok:

- $Z > 2,99$ – uspokojivá finančná situácia,
- $1,81 < Z \leq 2,99$ – šedá zóna,
- $Z \leq 1,81$ – neuspokojivá finančná situácia, vysoká pravdepodobnosť bankrotu.

IN indexy

Pre posudzovanie finančnej výkonnosti a dôveryhodnosti podnikov v Českej republike bol v roku 1995 zostavený prvý z IN indexov, Index IN95, ktorý zostavili Inka a Ivan Neumaierovci. Jednalo sa v podstate o obdobu Z-skóre, ktorá odrážala špecifiká vtedajšej ekonomiky ČR (Synek 2009). Index IN95 býva označovaný taktiež ako index dôveryhodnosti, resp. veriteľský index. Neskôr boli zostavené ďalšie varianty IN indexov:

- IN99 – zameraný na pohľad vlastníka,
- IN01 – je spojením predchádzajúcich dvoch indexov,
- IN05 – aktualizácia indexu IN01.

Najnovší z nich, IN05, je možné vypočítať na základe nasledujúceho vzorca (Sedláček, 2011):

$$IN05 = 0,13 \cdot A + 0,04 \cdot B + 3,97 \cdot C + 0,21 \cdot D + 0,09 \cdot E \quad (3.20)$$

kde ukazovateľ *A* značí pomer aktíva / cudzí kapitál, ukazovateľ *B* sa určí vzťahom EBIT / nákladové úroky, *C* je pomer EBIT / aktíva, *D* vyjadruje pomer celkové výnosy / aktíva a ukazovateľ *E* sa vypočíta ako pomer obežné aktíva / (krátkodobé záväzky a krátkodobé bankové úvery).

Výsledná hodnota sa vyhodnotí na základe nasledujúcich podmienok:

- $IN05 > 1,6$ – podnik tvorí hodnotu a predpokladá sa uspokojivá finančná situácia,
- $1,6 \geq IN05 > 0,9$ – podnik spadá do tzv. šedej zóny,
- $IN05 \leq 0,9$ – podnik netvorí hodnotu a je ohrozený finančnými problémami.

Kralickov Quicktest

Kralickov rýchly test (Kralickov Quicktest, Q-test), ktorý vypracoval P. Kralicek v roku 1990, pozostáva zo štyroch čiastkových ukazovateľov finančnej stability a výnosovej situácie podniku. Počas vyhodnocovania sú na základe vyhodnocovacej tabuľky (príloha č. 1) každému z týchto ukazovateľov priradené body v rozsahu 0-4 (niektorí autori uprednostňujú stupnicu 1-5), z ktorých sa následne vypočíta celkové skóre podniku ako ich aritmetický priemer. Finančnú situáciu podniku je potom možné charakterizovať s použitím nasledujúcich podmienok (Dluhošová, 2010):

- 3,00 – 4,00 bodov - dobrá finančná situácia,
- 1,00 – 3,00 bodov – šedá zóna,
- 0,00 – 1,00 – zlá finančná situácia.

3.5 Rozdelenie aktív na prevádzkovo potrebné a nepotrebné

Pre väčšinu z moderných metód oceňovania je nevyhnutné vykonať úpravu rozvahy a odpočítať z nej tzv. prevádzkovo nepotrebné aktíva. Jedná sa o majetok, ktorý podnik nevyužíva na vykonávanie svojej hlavnej činnosti. Za prevádzkovo nepotrebný môže byť považovaný aj taký majetok, ktorý síce podnik pre svoju hlavnú činnosť využíva, avšak vlastní ho v nadbytočnom množstve, ktoré je pre chod podniku zbytočné a toto množstvo nie je tým pádom pre jeho chod nevyhnutné. Rovnako by mali byť odstránené všetky náklady a výnosy súvisiace s týmto majetkom

3.6 Stanovenie nákladov na kapitál

Náklady na kapitál vyjadrujú cenu kapitálu používaného k financovaniu podnikových potrieb. Súčasne je v záujme vlastníkov, aby tieto náklady prekračovali určitú výšku – predstavujú takú hladinu výnosnosti, kedy pre nich nedochádza k znižovaniu hodnoty.

Bežne sa vyjadrujú v podobe WACC (weighted average cost of capital, vážené priemerné kapitálové náklady - VPKN), táto veličina predstavuje percentuálny podiel celkových nákladov kapitálu na jeho konečnej výške.

Nakoľko sú náklady kapitálu dôležitou súčasťou výpočtu hodnoty podniku, je potrebné ich správne vyčíslieť, čo je možné prostredníctvom viacerých metód:

- model oceňovania kapitálových aktív (CAPM),
- arbitrážny model oceňovania (APM),
- stavebnicový model.

Stavebnicový model MPO

Stavebnicový model bol vytvorený Ministerstvom průmyslu a obchodu ČR pre malé a stredné podniky v Českej republike, pričom zohľadňuje určité špecifiká českej ekonomiky. Obecne sa modely CAPM a APM nepoužívajú v ekonomikách s nedokonalým kapitálovým trhom a krátkou dobou fungovania tržnej ekonomiky (Dluhošová, 2013).

Výpočet WACC nezadlženej firmy ($WACC_U$) sa podľa Dluhošová (2013) vypočíta pomocou vzorca (3.21), kde R_F je bezriziková úroková miera, R_{pod} je riziková prirážka a podnikateľské riziko, $R_{finstab}$ je riziková prirážka za riziká finančnej stability a R_{LA} je riziková prirážka za veľkosť podniku.

$$WACC_U = R_F + R_{pod} + R_{finstab} + R_{LA} \quad (3.21)$$

S využitím predchádzajúceho výpočtu je možné určiť náklady zadlženej firmy ($WACC_L$) podľa Dluhošová (2013) nasledovne:

$$WACC_L = WACC_U \cdot \left(1 - \frac{D}{A} \cdot t\right) \quad (3.22)$$

kde A označuje aktíva, t značí daňovú sadzbu a D sa vypočíta podľa vzorca (3.23).

$$D = UZ - VK \quad (3.23)$$

V predchádzajúcom vzorci označuje UZ úplatné zdroje a VK vlastný kapitál. Úplatné zdroje je možné vyjadriť nasledovne:

$$UZ = VK + BU + OBL \quad (3.24)$$

kde BU predstavuje bankové úvery a OBL obligácie.

Náklady na vlastný kapitál (R_E) je možné vypočítať použitím nasledujúceho vzorca:

$$R_E = \frac{WACC_U \cdot \frac{UZ}{A} - \frac{CZ}{Z} \cdot UM \cdot \left(\frac{UZ}{A} - \frac{VK}{A} \right)}{\frac{VK}{A}} \quad (3.25)$$

kde CZ označuje čistý zisk, Z označuje hrubý zisk a UM úrokovú mieru.

Nasledujúca časť práce sa venuje vyčísleniu jednotlivých rizikových prirážok.

Riziková prirážka za podnikateľské riziko R_{pod} sa určí pomocou dvoch pomocných ukazovateľov – pomerom EBITu k aktívam a ukazovateľom $X1$, ktorý sa vypočíta nasledovne:

$$X1 = \frac{UZ}{A} \cdot UM \quad (3.26)$$

Pokiaľ je $EBIT / A > X1$, tak je riziková prirážka rovná minimálnej hodnote R_{pod} , ktoré pre jednotlivé odvetvia ministerstvo pravidelne zverejňuje. Pokiaľ je pomer $EBIT / A < 0$, tak $R_{pod} = 10,00 \%$. Ak nie je splnená ani jedna z daných podmienok, prepočíta sa R_{pod} použitím vzorca (3.27).

$$R_{pod} = \left(\frac{X1 - \frac{EBIT}{A}}{X1} \right)^2 \cdot 0,1 \quad (3.27)$$

Riziková prirážka za veľkosť podniku R_{LA} sa stanoví na základe porovnávania výšky UZ s hodnotami určenými autormi stavebnicového modelu. Pokiaľ je $UZ \geq 3$ mld. Kč, tak hodnota R_{LA} je 0,00 %. Pokiaľ je $UZ \leq 0,1$ mld. Kč, tak výška R_{LA} je 5,00 %. V prípade, že nie je splnená ani jedna z týchto podmienok (t.j. hodnota UZ sa nachádza medzi týmito hraničnými hodnotami), vypočíta sa riziková prirážka pomocou nasledujúceho vzorca:

$$R_{LA} = \frac{(3 - UZ)^2}{168,2} \quad (3.28)$$

pričom hodnotu UZ je potrebné dosadiť do vzorca v miliardách Kč.

Riziková prirážka za finančnú stabilitu $R_{finstab}$ sa stanoví na základe porovnávania hodnoty bežnej likvidity ($L3$) s jej dvomi hraničnými hodnotami, $XL1$ vo výške 1,0 a $XL2$ vo výške 2,5. V prípade, ak $L3 \leq XL1$, tak výška $R_{finstab} = 10,00 \%$. Ak $L3 \geq XL2$, hodnota $R_{finstab} = 0,00 \%$. Pokiaľ hodnota $L3$ nespĺňa ani jednu z týchto podmienok a nachádza sa medzi hraničnými hodnotami, tak sa $R_{finstab}$ určí nasledovne:

$$R_{finstab} = \left(\frac{XL2 - L3}{XL2 - XL1} \right)^2 \cdot 0,1 \quad (3.29)$$

3.7 Finančný plán

Správne zostavený finančný plán je základnou podmienkou pre hodnotenie podnikov najčastejšie používanými metódami, keďže okrem nákladov kapitálu je finančný plán jediným vstupným súborom informácií, ktoré sa podieľajú na výpočte hodnoty. Údaje z minulých období sa priamo výpočtu hodnoty nijak nezúčastňujú, ale v podobe ukazovateľov finančnej analýzy a trendov časového vývoja tvoria východisko pre správnu prognózu finančného plánu.

Finančný plán využitý pre výnosové metódy sa zostavuje obvykle na 3-5 rokov (Mařík, 2011), resp. na obdobie, ktoré je oceňovateľ z dostupných informácií schopný reálne naplánovať. Základnou kostrou pre zostavenie finančného plánu sú plány tržieb, nákladov, pracovného kapitálu a investícií, ostatné položky plánovaných výkazov sa podľa Mařík (2011) určia na základe vymenovaných hlavných čiastkových plánov.

3.7.1 Plán tržieb

Prognóza tržieb je najdôležitejšou položkou finančného plánu. Pri ich plánovaní je nutné zohľadniť:

- ich vývoj v predchádzajúcich rokoch,
- faktory, ktoré ich môžu ovplyvniť, resp. ovplyvnili v minulosti,

- makroekonomickú situáciu a situáciu v odvetví,
- konkrétne ciele a stratégiu podniku do budúcnosti,
- kapacitné možnosti podniku.

3.7.2 Plán nákladov

Mařík (2011) sa nezmieňuje priamo o pláne nákladov, ale využíva zavedený pojem prevádzková zisková marža. Prevádzková zisková marža (ďalej len zisková marža) sa vypočíta ako pomer korigovaného prevádzkového výsledku hospodárenia pred daňami k tržbám. Mařík (2011) zároveň odporúča použiť korigovaný výsledok hospodárenia ešte pred odpočtom odpisov, vzorec na výpočet ziskovej marže teda vyzerá nasledovne:

$$\text{Zisková marža} = \frac{\text{KPVH pred odpismi a daňami}}{\text{Tržby}} \quad (3.30)$$

Samotnú výšku nákladov pre finančný plán je podľa Mařík (2011) možné vypočítať dvoma spôsobmi.

1. Spôsobom „zhora“ - s využitím ziskovej marže, kedy oceňovateľ vypočíta ziskovú maržu z reálnych údajov z predchádzajúceho obdobia pomocou vzorca (3.30) a analyzuje faktory, ktoré na ňu v minulosti pôsobili, pričom vplyv týchto faktorov zohľadní pre odhad ziskovej marže v budúcnosti. Zo získaného odhadu ziskovej marže bude na základe plánovaných tržieb možné odvodiť výšku odhadovaného prevádzkového výsledku hospodárenia a následne vyčísliť výšku nákladov.
2. Prognózou ziskovej marže spôsobom „zdola“. Pri výpočte ziskovej marže týmto spôsobom je nutné vyčísliť výšku jednotlivých položiek nákladov osobitne. Jednotlivé zložky nákladov môžu byť vyjadrené buď ako ich podiel na tržbách v minulosti, alebo je využitý iný postup, zohľadňujúci konkrétne faktory, ktoré pôsobia na výšku nákladov. Výsledok hospodárenia a zisková marža sa dopočítajú dodatočne s využitím takto naplánovaných nákladov a prognózovaných tržieb.

3.7.3 Plán investícií

Plánom investícií sa myslí plán investícií do dlhodobého prevádzkovo nutného majetku. Mařík (2011) predstavuje 3 prístupy plánovania investícií:

1. Globálny prístup, vhodný najmä pokiaľ investície v podniku prebiehajú priebežne. Východiskom je použitie koeficientu náročnosti tržieb na investície brutto, ktorý je

založený na analýze podnikových investícií v minulých rokoch, pričom toto priebežné tempo zostáva zachované. Pre výpočet je používaný nasledujúci vzťah:

$$k_{DMb} = \frac{\text{Investície do prev. nutného DM v danom roku}}{\text{Tržby}} \quad (3.31)$$

Koeficient by sa mal počítať nielen za jednotlivé minulé roky, ale aj za celkové sledované obdobie, kedy sa pre výpočet použije súčet investícií za tieto roky a súčet tržieb.

2. Prístup podľa hlavných položiek, založený na konkrétnych investičných zámeroch v dopredu známej výške. Napriek tomu sa pre kontrolu vhodnosti výšky investícií odporúča porovnať ich výšku s plánom vytvoreným globálnym prístupom (táto kontrola má samozrejme zmysel pri splnení jeho podmienky, t.j. podnik vykonáva investície priebežne).
3. Prístup založený na odpisoch, vychádzajúci zo vzťahu investícií k odpisom. Základným predpokladom je fakt, že investície pod úrovňou odpisov u väčšiny podnikov nielen že nestačia k jeho rastu, ale môžu ohroziť aj jeho dlhodobú existenciu.

3.7.4 Plán pracovného kapitálu

Mařík (2011) definuje pracovný kapitál ako obežné aktíva znížené o krátkodobé záväzky, avšak s dvomi podstatnými úpravami. Prvou z nich je vylúčenie prevádzkovo nepotrebného majetku z aktív, ktoré bolo popisované v kapitole 3.5. Medzi prevádzkovo nepotrebné obežné aktíva sú obecné zaraďované peňažné prostriedky v nadmernej výške (ktorá je stanovená napr. na základe žiadaných hodnôt likvidity). Druhou zmenou je, že do úvahy sa berú len tie záväzky, u ktorých nie je možné stanoviť ich náklady – napr. záväzky voči dodávateľom, zamestnancom apod. Mařík (2011) teda nepovažuje za primárny cieľ odpočítať záväzky podľa ich doby splatnosti, ale podľa toho, či je možné pre tieto zdroje stanoviť náklady (napr. úrok). Tým sa medzi ne nezaraďujú napr. krátkodobé bankové úvery, ktorých náklad je známy (úroková miera).

Samotné plánovanie prebieha podľa Mařík (2011) jednak analýzou minulého obdobia, kedy sa vyjadrujú pomery jednotlivých položiek PK na tržbách a ich doby obratu, a jednak sa určia faktory, ktoré ich v minulosti ovplyvnili a následne sa vykoná ich odhad do budúcnosti.

3.8 Metódy stanovenia hodnoty podniku

Ako bolo spomenuté niekoľkokrát, neexistuje jediná správna hodnota, platná za každých okolností a vhodná pre všetky prípady a typy podnikov. Existuje veľký počet rôznych metód vhodných pre odlišné situácie. Je na oceňovateľovi položiť si otázku, za akým cieľom potrebuje stanoviť hodnotu podniku a čo očakáva od samotného ocenenia.

Mařík (2011) rozoznáva nasledujúce základné metódy využiteľné pre oceňovanie podnikov:

- majetkové metódy:
 - účtovná hodnota,
 - likvidačná hodnota,
 - substančná hodnota,
 - ocenenie na báze tržných hodnôt;
- výnosové metódy:
 - metóda diskontovaných peňažných tokov (DCF),
 - metóda kapitalizovaných čistých výnosov,
 - metóda ekonomickej pridanej hodnoty (EVA),
 - kombinované metódy;
- metódy analýzy trhu:
 - na základe tržnej kapitalizácie,
 - na základe porovnateľných podnikov,
 - na základe porovnateľných transakcií,
 - na základe odvetvových multiplikátorov.

V nasledujúcej časti budú charakterizované 3 vybrané metódy:

- majetková metóda – účtovná,
- metóda DCF Entity,
- metóda EVA.

3.8.1 Účtovná hodnota na princípe historických cien

Účtovnou hodnotou sa podľa Mařík (2011) rozumie odpoveď na otázku, za koľko bol majetok skutočne zaobstaraný z hľadiska historických cien. Jeho výhodou je jednoduchosť,

nakoľko vychádza len z rozvahy, pričom ju je možné vypočítať ako rozdiel aktív a cudzích zdrojov (Kislíngrová, 1999).

Účtovná hodnota je avšak vo všeobecnosti považovaná len za doplnkovú metódu, prípadne ako súčasť iných oceňovacích metód. Môže byť napríklad využitá na porovnanie s výsledkami dosiahnutých pomocou iných metód, pričom ak sú tieto výsledky podstatne nižšie ako účtovná hodnota, môže existovať riziko, že hodnota stanovená výnosovými metódami bude nižšia než likvidačná hodnota.

3.8.2 Metóda diskontovaných peňažných tokov DCF Entity

Mařík (2011) sa vyjadruje o metóde diskontovaných peňažných tokov ako o základnej výnosovej metóde. Je založená na stanovení súčasnej hodnoty peňažných tokov, ktoré podnik vytvorí v budúcnosti.

Rozlišujú sa tri základné varianty metódy DCF:

- DCF Entity,
- DCF Equity,
- DCF APV.

Pre účely tejto práce sa bude pracovať s metódou DCF Entity, ktorá vychádza z očakávaných výnosov v podobe peňažných tokov FCFF (free cash flow to firm) – voľných peňažných tokov, ktoré podnik generuje pre vlastníkov aj veriteľov.

Výpočet KPVH

Vo výpočte peňažných tokov sa pracuje s tzv. korigovaným prevádzkovým výsledkom hospodárenia (KPVH), ktorý sa od bežného VH odlišuje niekoľkými úpravami, plynúcich z rozdelenia aktív na prevádzkovo potrebné a z výskytu mimoriadnych položiek.

V korigovanom výsledku hospodárenia by nemali byť zahrnuté výnosy a náklady, ktoré nesúvisia s prevádzkovo nutným majetkom, nakoľko nesúvisia s hlavnou činnosťou podniku. Jedná sa taktiež o odpisy z tohto majetku a všetky náklady spojené s jeho údržbou.

Vyraďujú sa taktiež všetky mimoriadne a jednorazové položky, ktoré jednak nie je možné spoľahlivo plánovať a jednak netvoria hodnotu podniku, nakoľko tú tvoria len položky trvalého charakteru (Mařík, 2011).

Taktiež sa vyradujú výnosové úroky, ktoré plynú z finančných prostriedkov v prevádzkovo nepotrebnnej (nadmernej) výške.

Výpočet peňažných tokov

Peňažné toky, ktoré sú priamym vstupom vo výpočte hodnoty podniku metódou DCF Entity je možné vypočítať podľa nasledujúcej schémy:

Tabuľka 3.1: Výpočet FCFF

1	+ Korigovaný VH pred daňami
2	- Upravená daň z príjmu ($KPVH \cdot \text{daňová sadzba}$)
3	= Korigovaný VH po dani
4	+ Odpisy
5	+ Ostatné náklady započítané v prevádzkovom VH, ktoré nie sú výdajmi
6	= Predbežný prevádzkový CF
7	- Investície do prevádzkovo nutného upraveného pracovného kapitálu
8	- Investície do prevádzkovo nutného dlhodobého majetku
9	= FCFF

Zdroj: prevzaté z Mařík (2011, s. 170) [preložené do slovenčiny].

Hodnota podniku sa následne vypočíta ako súčet diskontovaných peňažných tokov podľa vzorca (Mařík, 2011):

$$H_b = \sum_{t=1}^n \frac{FCFF_t}{(1+i)^t} \quad (3.32)$$

kde $FCFF_t$ značí peňažný tok v roku t , i značí úrokovú mieru na úrovni WACC a n predpokladanú dĺžku existencie podniku v rokoch.

V prípade, ak existencia podniku nie je časovo obmedzená, využíva sa tzv. dvojfázová metóda. Výpočet hodnoty dvojfázovou metódou pozostáva z dvoch častí:

- hodnota prvej fázy, počas trvania ktorej existujú naplánované peňažné toky pre každý rok osobitne,
- hodnota druhej fázy, ktorá vyjadruje pokračujúcu hodnotu trvajúcu do nekonečna.

Dôležité je správne rozhodnutie týkajúce sa dĺžky prvej fázy. Prvá fáza býva obvykle vytýčená na obdobie, ktoré sa od druhej fázy nejakým spôsobom odlišuje, či už sa jedná o špecifickú fázu životného cyklu podniku, alebo o snahu podniku stabilizovať svoju pozíciu v súvislosti s mimoriadnymi udalosťami alebo nepriaznivými makroekonomickými javmi (napr. nedávna kríza).

Vzťah pre výpočet hodnoty podniku dvojfázovou metódou vyzerá nasledovne (Mařík, 2011):

$$H_b = \sum_{t=1}^T \frac{FCFF_t}{(1+i)^t} + \frac{PH}{(1+i)^T} \quad (3.33)$$

kde T označuje dĺžku trvania prvej fázy a PH pokračujúcu hodnotu v čase T .

Pokračujúca hodnota už nepracuje s peňažnými tokmi pre konkrétne roky, ale využíva odhad ich tempa rastu, ktoré sa odhaduje v čase od konca prvej fázy do nekonečna a predpokladá sa stabilný a trvalý rast peňažných tokov týmto tempom. Na jej výpočet sa používa tzv. Gordonov vzorec (Mařík, 2011):

$$PH = \frac{FCFF_{T+1}}{i - g} \quad (3.34)$$

kde g označuje odhadnuté tempo rastu.

Existujú taktiež viacfázové metódy, ktoré majú budúce obdobie rozčlenené na viacej významne sa odlišujúcich fáz, ktorých hodnota je počítaná samostatne.

3.8.3 EVA

Ekonomická pridaná hodnota (economic value added - EVA) je ekonomická veličina, ktorú v roku 1993 vyvinula americká spoločnosť Stern Stewart & Co. Od 90. rokov minulého storočia sa využíva ako súčasť finančnej analýzy a finančného riadenia firiem, nakoľko má oproti bežným dovtedy používaným ukazovateľom pomerne veľké výhody (Dluhošová, 2010).

Základný vzťah používaný pre jej výpočet znázorňuje nasledujúci vzorec (Dluhošová, 2010):

$$EVA = NOPAT - C \cdot WACC \quad (3.35)$$

Výraz $NOPAT$ označuje tzv. operačný výsledok hospodárenia (net operating profit after taxes), prekladaný aj ako čistý prevádzkový zisk, ktorý avšak nie je totožný s prevádzkovým výsledkom hospodárenia v českom účtovníctve.

Značka C označuje zdroje viazané v aktívach, ktoré boli využité na dosiahnutie čistého operačného zisku $NOPAT$. Kým hodnota C vyjadruje výšku kapitálu viazaného v prevádzkových aktívach, výšku týchto aktív vyjadruje výraz NOA (ktorého hodnota je

totožná s C, avšak na rozdiel od C sa na túto vynaloženú hodnotu neprihliada zo strany zdrojov, ale zo strany aktív).

Vzorec (3.35) je teda možné zapísať aj nasledovne (Mařík, 2011):

$$EVA = NOPAT - NOA \cdot WACC \quad (3.36)$$

Výpočet NOA

Vyčíslenie NOA je možné pomocou série úprav aktív z rozvahy. Základom je opäť, podobne ako pri metóde DCF, pracovať s hodnotou len tých aktív, ktoré sa podieľajú na tvorbe operačného zisku. Hoci je taktiež potrebné vylúčiť prevádzkovo nepotrebný majetok, na rozdiel od úprav pri metóde DCF sa celková hodnota aktív zvyšuje o tie aktíva, ktoré síce podnik pri svojej činnosti využíva, ale nie sú zachytené v rozvahe. Jedná sa napríklad o typický prípad leasingu, kedy leasingový majetok nie je prirátaný medzi aktívami.

Ďalším krokom je odpočítanie neúročeného cudzieho kapitálu a odrátanie mimoriadnych položiek (Mařík, 2011).

Ďalšou potrebnou úpravou je podľa Mařík (2011) precenenie majetku, kedy môže byť majetok vykazovaný v rozvahe v takej hodnote, ktorá neodpovedá realite a tým je hodnota majetku skreslená. Obdobne je v niektorých prípadoch nutné pripočítať medzi aktíva niektoré nákladové položky, ktoré majú charakter investícií s dlhodobejším účinkom (podľa Mařík (2011) sú nimi napr. náklady vynaložené na školenie zamestnancov, náklady vynaložené na reklamu, reštrukturalizáciu podniku a pod.).

Výpočet NOPAT

Úpravy výsledku hospodárenia na NOPAT prebiehajú analogicky s úpravami aktív na NOA – náklady a výnosy všetkých položiek, ktoré sa pripočítali alebo odpočítali k NOA, sa musia rovnako prejaviť v NOPAT.

Rovnako ako u KPVH je potrebné z výsledku hospodárenia odpočítať všetky mimoriadne a jednorazové položky, ktoré sa nebudú opakovať a sú z hľadiska oceňovania podniku v NOPAT nežiaduce.

Všetky nákladové úroky (vrátane tých, ktoré sa týkajú leasingu) je nutné k NOPAT pripočítať naspäť. Rovnako je nutné pripočítať odpisy goodwillu.

Pripočítavajú sa náklady s investičným charakterom (spomínané pri výpočte NOA), odpisy k týmto nákladom je potrebné odpočítať.

Výpočet hodnoty podniku

$$H = NOA_0 + \left(\sum_{t=1}^T \frac{EVA_t}{(1 + WACC)^t} \right) + \frac{PH}{(1 + i)^T} + A_0 \quad (3.37)$$

Hodnoty NOA_0 a A_0 sa vzťahujú k dátumu ocenenia. A_0 označuje výšku neoperačných aktív.

Pokračujúca hodnota je definovaná podobne ako u metódy DCF:

$$PH = \frac{EVA_{T+1}}{WACC - g} \quad (3.38)$$

4 Aplikácia vybraných metód na stanovenie hodnoty podniku

Táto kapitola sa bude zaoberať aplikáciou teoretických základov z tretej kapitoly do oceňovania konkrétnej spoločnosti.

Najprv bude analyzovaná celková ekonomická situácia v Českej republike a odvetvie nákladnej prepravy. Následne budú analyzované účtovné výkazy spoločnosti ŠTENCEL TRANSPORT s.r.o., pričom všetky spomínané získané údaje budú použité k vytvoreniu finančného plánu pre nasledujúce roky. Ďalej budú tieto údaje upravené pre konkrétne oceňovacie metódy a nakoniec prebehne samotné ocenenie vybranými metódami.

4.1 Analýza celkovej výkonnosti ekonomiky, odvetvia a podniku

4.1.1 Makroekonomická situácia

Hrubý domáci produkt

Hrubý domáci produkt (HDP, GDP) je ekonomická veličina používaná k hodnoteniu výkonnosti ekonomiky určitej krajiny, resp. jej porovnávaniu v čase alebo medzi viacerými krajinami navzájom. Predstavuje súčet peňažných hodnôt všetkých konečných výrobkov a služieb, ktoré boli v danej krajine vyprodukované počas jedného roku (Jurečka, 2013).

V Tabuľka 4.1 je zachytený vývoj HDP Českej republiky v rokoch 2009 až 2014 v stálych cenách roku 2010 (t.j. očistených od vplyvov inflácie).

Tabuľka 4.1: Vývoj HDP v Českej republike v rokoch 2009-2014 v stálych cenách 2010 (v mld. Kč)

2009	2010	2011	2012	2013	2014
3 864,95	3 953,65	4 032,91	4 000,65	3 981,30	4 089,40

Zdroj: údaje ČSÚ, vlastné spracovanie.

Po výraznom poklese HDP o 4,8 % v roku 2009 vplyvom ekonomickej krízy bol zaznamenaný rast v rokoch 2010 a 2011 približne o 2 % každoročne. V roku 2012 poklesol HDP o 0,8 % oproti predchádzajúcemu roku. Analogicky prebiehal aj súhrnný vývoj HDP v krajinách Európskej únie až po rok 2013, kedy v krajinách EÚ vzrástol HDP mierne o 0,2 % oproti Českej republike, kde poklesol o 0,5 %. Naopak, v roku 2014 bol v Českej republike rozdiel HDP oproti minulému roku takmer dvojnásobný v porovnaní so zmenou v Európskej

únií (pre Českú republiku zvýšenie o 2,7 % oproti 1,4 % pre EÚ). Jednotlivé medziročné percentuálne zmeny sú zobrazené v Tabuľka 4.2.

Podľa odhadov Ministerstva financií Českej republiky by v ďalších rokoch až do roku 2019 mal rast HDP presiahnuť 2,4 % každoročne.

Tabuľka 4.2: Medziročné zmeny HDP v ČR a EU (v %)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
ČR	- 4,8	2,3	2,0	- 0,8	- 0,5	2,7
EÚ-28	- 4,4	2,1	1,8	- 0,5	0,2	1,4

Zdroj: údaje EUROSTATu, vlastné spracovanie.

Inflácia

Inflácia predstavuje rast priemernej cenovej hladiny v ekonomike, ktorého následkom je znižovanie kúpnej sily peňazí. Hoci je vysoká miera inflácie vo všeobecnosti pre ekonomiku škodlivá, mierna inflácia, ktorá je pod hospodárskou a politickou kontrolou, by nemala byť pre ekonomiku negatívnym javom (Jurečka, 2013).

Zvýšenie miery inflácie v ďalších rokoch bolo podľa ČNB ovplyvnené zmenami DPH v rokoch 2010 a 2013, pričom v súlade s predikciou ČNB mala táto zmena najvýraznejší vplyv v roku 2012. Miera inflácie 1,4 % v roku 2013 bola nižšia než predpovedali pôvodné predikcie a taktiež nepatrne nižšia než miera inflácie v EÚ, podobne ako v roku 2014, kedy dosiahla inflácia v ČR aj v EÚ najnižšie hodnoty v sledovanom období.

Tabuľka 4.3: Medziročný vývoj inflácie v ČR a EU (v %)

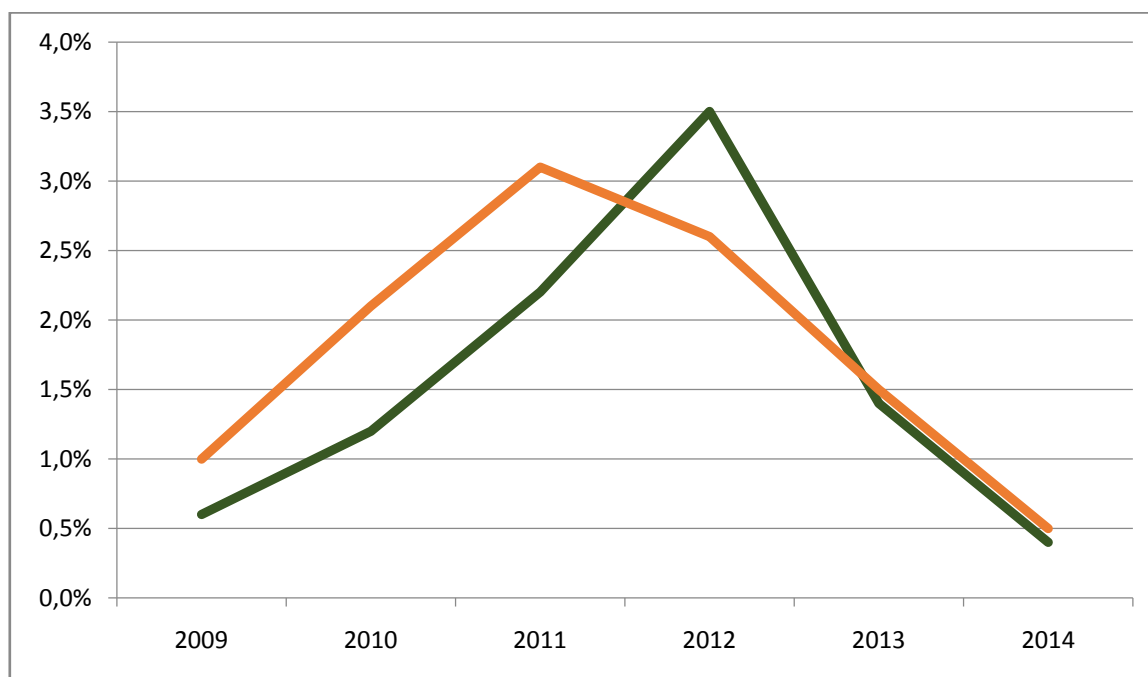
	2009	2010	2011	2012	2013	2014
ČR	0,6	1,2	2,2	3,5	1,4	0,4
EÚ-28	1,0	2,1	3,1	2,6	1,5	0,5

Zdroj: údaje EUROSTATu, vlastné spracovanie.

Hoci rozdiely v percentuálnych zmenách inflácie ČR a EÚ nie sú na prvý pohľad natoľko minimálne ako v prípade HDP, ich krivky v grafickom vyjadrení majú podobný tvar, tj. vyvíjali sa v čase podobným trendom.

Vývoj inflácie v ČR a EÚ je zachytený v Graf 4.1.

Graf 4.1: Grafické zobrazenie vývoja inflácie v ČR a EÚ (v %)



Zdroj: údaje ČSÚ, vlastné spracovanie.

Nezamestnanosť

Nezamestnanosť sa vyjadruje pomocou miery nezamestnanosti – jedná sa o makroekonomický ukazovateľ, ktorý je podľa metodiky EUROSTATu možné vypočítať ako podiel počtu nezamestnaných osôb k počtu ekonomicky aktívnych obyvateľov danej krajiny alebo regiónu.

V roku 2009 dosahovala priemerná ročná miera nezamestnanosti 6,7 %, ktorá následne v roku 2010 vzrástla o 0,6 %. V rokoch 2010 – 2013 následne klesla pod hodnotu 7 % len v roku 2011 (na hodnotu 6,7 %), pričom v ďalších dvoch rokoch dosahovala výšku presne 7 %. V roku 2014 klesla o takmer 1 % na hodnotu 6,1 %, čo je oproti pôvodným odhadom ČNB omnoho priaznivejšia hodnota. V nasledujúcich rokoch by podľa predpovedí mala miera nezamestnanosti začať výraznejšie klesať a situácia na pracovnom trhu by sa mala zlepšovať.

Tabuľka 4.4: Obecná miera nezamestnanosti (v %)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
ČR	6,7	7,3	6,7	7,0	7,0	6,1
EÚ-28	9,0	9,6	9,7	10,5	10,9	10,2

Zdroj: údaje ČSÚ a EUROSTATu, vlastné spracovanie.

4.1.2 Analýza odvetvia

Hlavná činnosť podniku je cestná preprava pomocou nákladných vozidiel s celkovou hmotnosťou prevyšujúcou 3,5 t. Na základe klasifikácie CZ-NACE je podnik zaradený do odvetvia 49 – *Doprava a skladovanie*, konkrétne 49.4 - *Silniční nákladní doprava a stěhovací služby*.

Počet dopravcov

Od roku 2010 dochádza k úbytku počtu dopravcov na trhu (viď Tabuľka 4.5: Počet aktívnych podnikov v odvetví), čo je možné považovať za reakciu podnikov v odvetví na krízu z roku 2007. Spolu so znižujúcim sa počtom podnikov súčasne narastali ceny za prepravné služby, kvôli nedostatku prepravných kapacít. Najväčší pokles podnikov bol zaznamenaný v roku 2012, v ďalších rokoch sa toto tempo viditeľne spomaľuje a očakáva sa, že v najbližšom období sa odvetvie dostane do stavu, v akom sa nachádzalo predtým.

Tabuľka 4.5: Počet aktívnych podnikov v odvetví

2009	2010	2011	2012	2013	2014
33 207	32 741	32 253	31 331	30 739	30 623

Zdroj: údaje ČSÚ, vlastné spracovanie.

Výkony prepravy

Indexy tržieb vyjadrujú percentuálny pomer tržieb dosiahnutých v danom roku k tržbám dosiahnutým v roku minulom. Aby boli tieto dáta navzájom porovnateľné, vyjadrujú sa v stálych cenách (očistených od inflácie).

Najvyšší pokles tržieb v sledovanom období bol zaznamenaný v roku 2009, kedy jediný krát spomedzi analyzovaných rokov klesol index tržieb pod 90 %. Roky 2010 a 2011 boli priaznivejšie, nakoľko indexy tržieb prekročovali v obidvoch rokoch hladinu 100 %. Rok 2012 predstavoval ďalšie zníženie tržieb, hoci oproti roku 2009 len nepatrné. V rokoch 2013 a 2014 boli opäť zaznamenané priaznivé hodnoty nad 100 %, v obidvoch rokoch približne v rovnakej výške 104 %.

Tabuľka 4.6: Medziročné indexy tržieb v stálych cenách v odvetví v období 2009-2014 (v %)

2009	2010	2011	2012	2013	2014
88,3	104,3	102,3	98,9	104,1	103,9

Zdroj: údaje ČSÚ, vlastné spracovanie.

Bližší pohľad na výkony odvetvia umožňuje Tabuľka 4.7, v ktorej sú zachytené celkové prepravné výkony v Českej republike (domáca aj zahraničná preprava) v rokoch 2009 – 2014 vyjadrené v tonokilometroch, čo je jednotka používaná na meranie výkonov v doprave. Vývoj je podobný ako u indexov tržieb, najnižšia hodnota je dosiahnutá v roku 2009, od kedy postupne nastáva mierny rast výkonov v rokoch 2010 - 2011 až na hodnotu takmer 55 miliárd tkm. Následne nastal opätovný pokles v roku 2012. V roku 2013 sa výkony dostali opäť na pôvodnú úroveň spred dvoch rokov, pričom v roku 2014 znova výkony poklesli, avšak už miernejšie než tomu bolo v roku 2012.

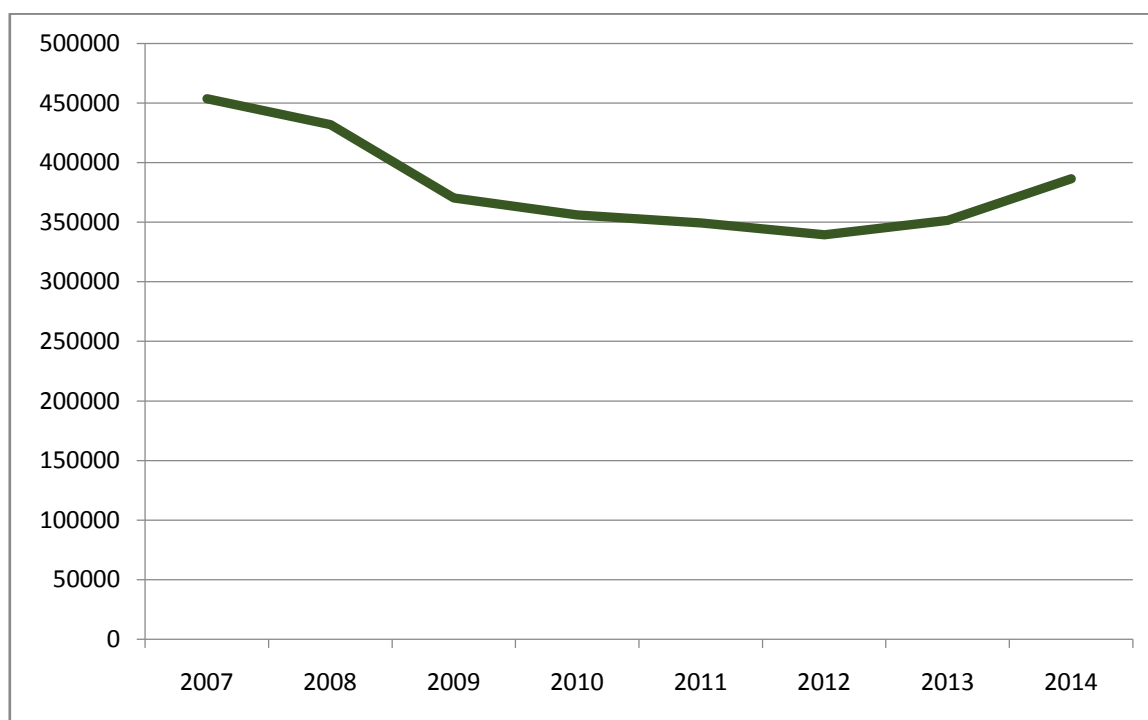
Tabuľka 4.7: Prepravné výkony v rokoch 2009-2014 (v mil. tkm)

2009	2010	2011	2012	2013	2014
44 955	51 832	54 830	51 228	54 893	54 092

Zdroj: údaje ČSÚ, vlastné spracovanie.

Časový vývoj objemu nákladnej prepravy v hmotnostných jednotkách je zobrazený v Graf 4.2. Na rozdiel od predchádzajúcich sledovaných veličín krivka nedosahuje minimum v roku 2009, ale prehĺbuje sa až po rok 2012. V ďalších rokoch je zaznamenaný rast objemu prepravy, avšak ani v roku 2014 nedosiahol úroveň spred roku 2008.

Graf 4.2: Objem nákladnej prepravy v ČR v rokoch 2007-2014 (v tis. ton)



Zdroj: údaje ČSÚ, vlastné spracovanie.

Ostatné aspekty konkurencie v odvetví

Nahradiťnosť produktu

Služby ponúkané prepravnými spoločnosťami sú v princípe takmer totožné, pokiaľ sa nejedná o výnimočnú zákazku vyžadujúcu neobvyklé technické vybavenie, príp. bezpečnostné opatrenia. Často avšak existujú silné vzťahy medzi prepravnou firmou a jej stálym zákazníkom, kedy existuje ich vzájomná prepojenosť a určitá vzájomná závislosť, preto sa neočakáva také riziko prestupu ku konkurencii aké tomu býva v bežnom poňatí trhu.

Možnosť substitúcie

Je nutné poznamenať, že úplná substitúcia cestnej prepravy v súčasnosti neexistuje. Hoci v rámci vnútrozemskej prepravy jestvuje istá substitúcia vo forme železničnej alebo leteckej dopravy, tieto druhy prepravy sú omnoho viac viazané na špecificky vybudovanú infraštruktúru, než je tomu u cestnej prepravy, čo je v rade prípadov rozhodujúca okolnosť pre preferenciu služieb cestných prepravcov.

Ekonomická pridaná hodnota

Odvetvové hodnoty EVA zverejňuje MPO každoročne vo svojich ročných správach, do roku 2010 len v obmedzenom počte vybraných odvetví, od roku 2011 vo väčšine odvetví podľa klasifikácie CZ-NACE.

Tabuľka 4.8: EVA v odvetví

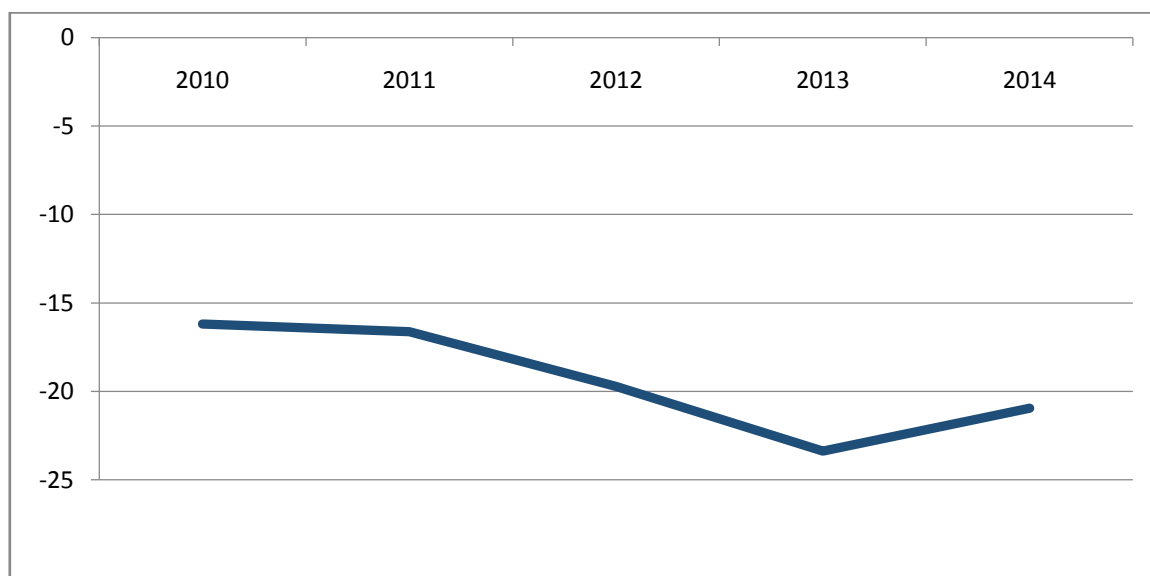
	2010	2011	2012	2013	2014
EVA (mld. Kč)	- 16,18	- 16,61	- 19,72	- 22,42	- 20,95
R _E	12,26 %	10,66 %	12,33 %	12,64 %	13,06 %
ROE	6,58 %	4,61 %	4,08 %	3,47 %	4,61 %
Spread	- 5,98 %	- 6,05 %	- 8,25 %	- 9,17 %	- 8,45 %

Zdroj: údaje MPO, vlastné spracovanie.

Ako je možné vidieť v Tabuľka 4.8, ekonomická pridaná hodnota pre odvetvie sa pohybuje dlhodobo v záporných číslach a do roku 2013 dochádzalo každoročne k dodatočnému prehĺbovaniu zápornej EVA. V roku 2014 stúpila odvetvová hodnota rentability výraznejšie než náklady vlastného kapitálu, čo spôsobilo zvýšenie spreadu a následné mierne zvýšenie EVA oproti predchádzajúcemu roku.

Vizuálne je vývoj znázornený v Graf 4.3.

Graf 4.3: Vývoj EVA v rokoch 2011-2014 (v mld. Kč)



Zdroj: údaje MPO, vlastné spracovanie.

4.1.3 Finančná analýza

Pomocou metód finančnej analýzy boli analyzované údaje spoločnosti ŠTENCEL TRANSPORT s.r.o. z rokov 2011 až 2014.

Boli využité nasledujúce prístupy:

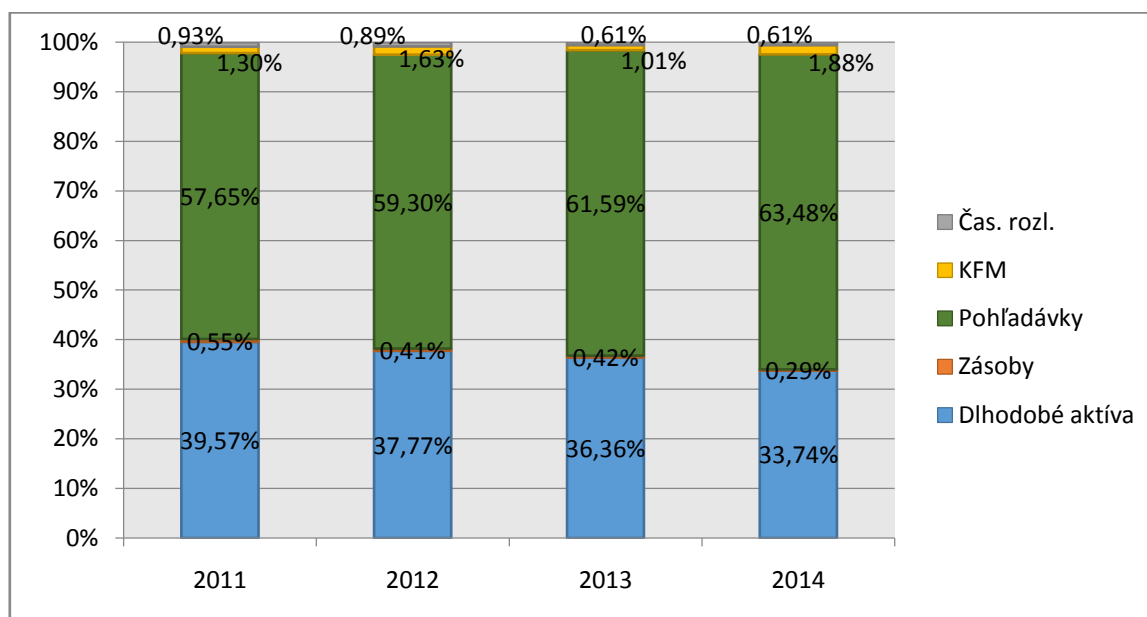
- vertikálna analýza rozvahy,
- analýza pomerových ukazovateľov,
- analýza bonitných a bankrotných ukazovateľov.

Analýza rozvahy

Analýza aktív

Ako je možné vidieť v Graf 4.4, v celom sledovanom období predstavovali pohľadávky najrozsiahlejšiu oblasť aktív, percentuálne sa zvyšoval ich podiel na aktívach približne o 2 % každoročne, predovšetkým na úkor dlhodobých aktív. Zásoby tvoria dlhodobo menej než 1 % aktív, okrem roku 2011 dokonca menej než 0,5 % aktív, čo avšak súvisí s činnosťou spoločnosti a zníženou potrebou tvorby zásob oproti napr. výrobným podnikom. Podiel KFM na aktívach sa pohybuje v rozsahu 1-2 %, z čoho vyplýva predpokladaná nízka likvidita vzhľadom na výšku záväzkov.

Graf 4.4: Vertikálne rozloženie aktív v rokoch 2011-2014, rozčlenené obežné aktíva

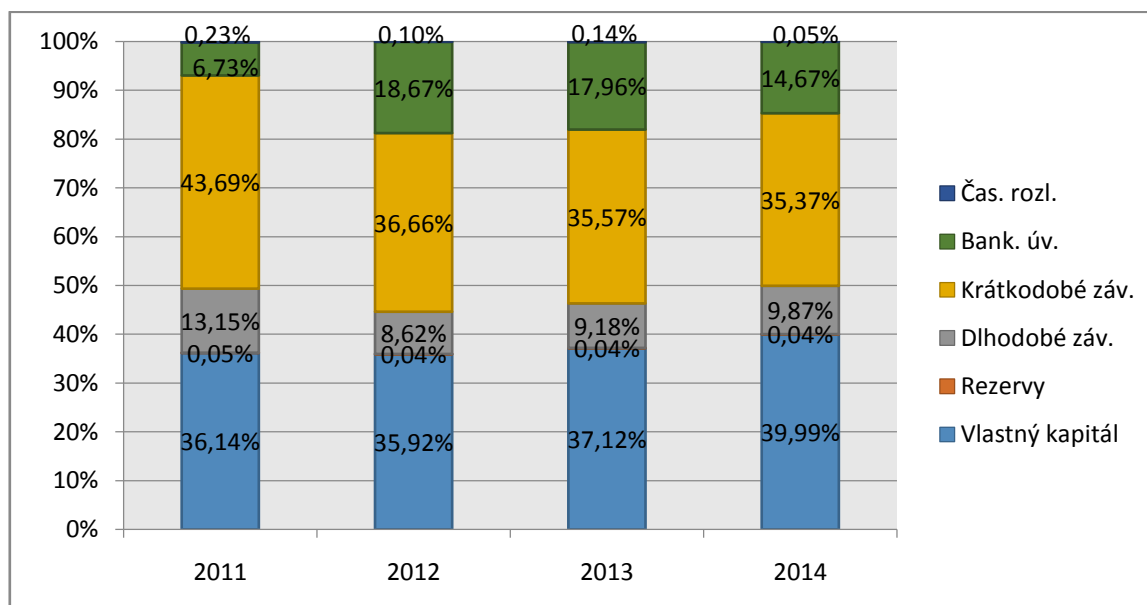


Zdroj: vlastné spracovanie.

Analýza pasív

V sledovanom období mali vlastné zdroje medzi pasívami zastúpenie menej ako 40 %, vzhľadom k tomu, že zmeny vlastného kapitálu pozostávali len zo zmien výsledku hospodárenia, nebol vlastný kapitál v grafe z dôvodu prehľadnosti rozčlenený na jednotlivé zložky.

Graf 4.5: Vertikálne rozloženie pasív v rokoch 2011-2014, rozčlenené cudzie zdroje



Zdroj: vlastné spracovanie.

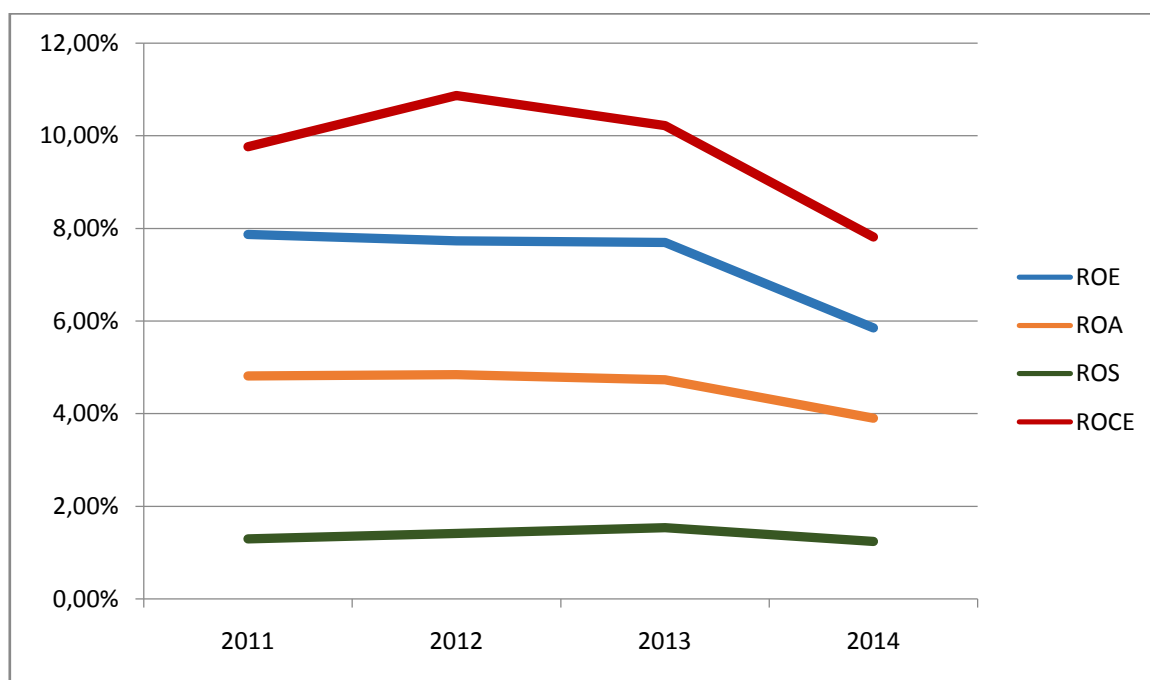
V roku 2012 nastáva oproti predchádzajúcemu roku výrazná zmena v podiele bankových úverov a krátkodobých záväzkov na celkových pasívach, podiel krátkodobých záväzkov sa v ďalších rokoch každoročne znižoval už menej výrazne, podiel bankových úverov sa znížil v roku 2013 o necelé 1 %, následne v roku 2014 o vyše 3 %. Dlhodobé záväzky predstavujú splátky za kúpený dlhodobý majetok, ich výška a percentuálne zastúpenie na pasívach sa mení v závislosti od vykonaných investícií v jednotlivých rokoch.

Pomerové ukazovatele

Rentabilita

Ako bolo uvedené v teoretickej časti práce, rentabilita predstavuje návratnosť určitej zložky vloženého kapitálu. Pre roky 2011-2014 bola počítaná rentabilita aktív, vlastného kapitálu, tržieb a dlhodobých zdrojov – jednotlivé hodnoty sa nachádzajú v Tabuľka 4.9.

Graf 4.6: Vývoj rentability v rokoch 2011-2014



Zdroj: vlastné spracovanie.

Všetky kategórie rentability majú až do roku 2013 takmer konštantnú výšku, resp. dochádza len k minimálnym zmenám, keďže zisk sa v daných rokoch sa v čase menil približne rovnomerne s konkrétnymi zložkami porovnávaného kapitálu. V roku 2014 bol u všetkých kategórii rentabilít zaznamenaný prudší pokles (viď. Graf 4.6), ktorý bol spôsobený znížením zisku v tomto roku, keďže bol zaznamenaný najnižší zisk v celom sledovanom období.

Tabuľka 4.9: Ukazovatele rentability (v %)

	2011	2012	2013	2014
ROE	7,87	7,73	7,70	5,85
ROA	4,81	4,84	4,73	3,90
ROS	1,29	1,41	1,54	1,24
ROCE	9,76	10,87	10,22	7,81

Zdroj: vlastné spracovanie.

Aktivita

Pomocou ukazovateľov aktivity je možné posudzovať, ako efektívne dokáže podnik využiť svoj majetok, ktorý sa počas prevádzky premieňa z jednej formy na inú, resp. ako dlho sa viaže v určitej forme.

Rýchlosť obratu aktív bola najvyššia v roku 2011, kedy bol ich počet obrátov 2,20 za rok. V roku 2012 poklesla na 1,96 a následne v roku 2013 na hodnotu 1,86 obrátov za rok, pričom v roku 2014 mierne stúpila na hodnotu 1,89. Ich doba obratu sa pochopiteľne vyvíjala v nepriamej úmere s rýchlosťou obratu, t.j. postupne vzrástla z hodnoty 164 dní v roku 2011 na 191 dní v roku 2014.

Doba obratu pohľadávok sa každoročne zvyšovala, výrazný rast prebehol v rokoch 2012, kedy sa oproti roku 2011 zvýšila doba obratu z 94 na 109 dní, a 2013, kedy sa doba obratu zvýšila na 119 dní. V roku 2014 dosiahla doba obratu pohľadávok výšku 121 dní.

Tabuľka 4.10: Ukazovatele aktivity

	2011	2012	2013	2014
Rýchlosť obratu aktív	2,20	1,96	1,86	1,89
Doba obratu aktív (dni)	163,84	183,38	193,56	190,70
Doba obratu pohľadávok (dni)	94,35	108,63	119,01	120,84
Doba obratu záväzkov (dni)	65,42	59,46	61,42	60,00

Zdroj: vlastné spracovanie.

Doba obratu záväzkov, naopak, v čase klesala z pôvodných 65 dní v roku 2011 na približne 60 dní, túto hladinu si doba obratu záväzkov zachovávala počas zvyšných rokov sledovaného obdobia s minimálnymi odchýlkami.

Hoci nízka doba obratu záväzkov vypovedá mimo iné aj o dobrej platobnej morálke spoločnosti, je v tomto prípade pre spoločnosť nevýhodná, nakoľko chýbajúce peniaze viazané v pohľadávkach musí kompenzovať z iných zdrojov.

Zadlženost'

Ukazovatele zadlženosti umožňujú zhodnotiť finančnú stabilitu podniku, ktorá je významná napríklad pre banky pri poskytovaní úverov. Vhodná štruktúra vlastného a cudzieho kapitálu zabezpečuje nižšie riziko ohrozenia existencie podniku.

Ukazovateľ celkovej zadlženosti sa vypočíta ako pomer cudzích zdrojov na aktívach podniku. Nakoľko spoločnosť využívala do roku 2013 finančný leasing, je odporúčané zahrnúť do cudzích zdrojov leasingový dlh a pripočítať k aktívam hodnotu leasingového majetku nakoľko tento majetok nie je zachytený v rozvahe. Celková zadlženosť v roku 2011 bola vo výške 54,24 %, v roku 2012 sa zvýšila výrazne na 63,48 % a v ďalších rokoch jej výška opäť postupne klesá až na hodnotu 59,96 % v roku 2014.

Podiel vlastného kapitálu na aktívach bol v roku 2011 36,14 %, v nasledujúcom roku nepatrne klesol na hodnotu 35,92 %. V rokoch 2013 a 2014 každoročne opäť narastal, v roku 2013 približne o 1,20 %, a v roku 2014 až o vyše 2,80 %, pričom podiel vlastného kapitálu v roku 2014 dosiahol výšku takmer 40 %. Ako bolo uvedené v kapitole 3.4.2, zvyšovanie hodnoty tohto ukazovateľa má za následok upevňovanie finančnej stability podniku, hoci za cenu nižšej výnosnosti vloženého kapitálu.

Tabuľka 4.11: Ukazovatele zadlženosti v rokoch 2011-2014

	2011	2012	2013	2014
Celková zadlženosť	54,24 %	63,48 %	62,22 %	59,96 %
Podiel VK na aktívach	36,14 %	35,92 %	37,12 %	39,99 %
Zadlženosť VK	176,07 %	178,13 %	169,00 %	149,93 %

Zdroj: vlastné spracovanie.

Zadlženosť vlastného kapitálu je možné vypočítať ako pomer cudzieho kapitálu k vlastnému. Trend tohto ukazovateľa v čase je opačný k podielu VK na aktívach a podľa Dluhošová (2010) by sa jeho výška u stabilných spoločností mala pohybovať maximálne do 120 %. Od roku 2012, kedy bola jej výška 178 % sa výrazne znížila (o vyše 28 %), avšak ani hodnota 149,93 % v roku 2014 nepatrí do intervalu odporúčaných hodnôt.

Likvidita

Likvidita bola vypočítaná v troch stupňoch pomocou vzorcov uvedených v teoretickej časti práce. Medzi bežnou a pohotovou likviditou je len nepatrný rozdiel a v grafickom znázornení by ich krivky splývali, nakoľko v podniku sa nachádza veľmi nízky objem priemerných ročných zásob, ktoré pri výpočte pohotovej likvidity po odčítaní od obežných aktív podľa vzorca (3.17) nemajú takmer žiadny vplyv na zmenu tohto ukazovateľa.

Tabuľka 4.12: Ukazovatele likvidity v rokoch 2011-2014

	2011	2012	2013	2014
Bežná likvidita	1,180	1,109	1,177	1,312
Pohotová likvidita	1,169	1,101	1,170	1,306
Okamžitá likvidita	0,026	0,029	0,019	0,038

Zdroj: vlastné spracovanie.

Odporúčaná minimálna hodnota bežnej likvidity je 1,5, hranicu spoločnosť neprekročila ani v jednom roku počas sledovaného obdobia. V rokoch 2011 – 2013 sa hodnoty bežnej likvidity nachádzali v rozmedzí 1,1 – 1,2; v roku 2014 nastáva jej mierny nárast na hodnotu 1,31.

Vzhľadom na skutočnosti popísané vyššie je rozdiel pohotovej likvidity od bežnej likvidity len minimálny. Výška tohto ukazovateľa by mala dosahovať hodnôt z intervalu 1,0 – 1,5, počas celého sledovaného obdobia je táto podmienka splnená. Kvôli nízkemu objemu zásob sa ale ukazovateľu pohotovej likvidity prikladá nižší význam oproti bežnej likvidite a hoci sa v celom sledovanom období hodnoty pohotovej likvidity pohybujú v doporučenom pásme, spoločnosť by sa mala v budúcnosti usilovať dosahovať odporúčané hodnoty prednostne pre bežnú likviditu.

Výška okamžitej likvidity sa, pohybuje v extrémne nízkych hladinách a ani v jednom roku počas sledovaného obdobia nespadá do odporúčaného intervalu 0,2 – 0,5. Vypovedá to

o vysokom percentuálnom zastúpení pohľadávok medzi obežnými aktívami oproti krátkodobému finančnému majetku. S prihliadnutím na hodnoty ukazovateľov aktivity je možné konštatovať, že hoci spoločnosť doteraz nemala výraznejšie problémy s platobnou schopnosťou, za súčasného stavu k nim v budúcnosti môže dôjsť a preto je potrebné prehodnotiť súčasnú politiku pohľadávok a záväzkov.

Bonitné a bankrotné ukazovatele

Altmanov index

Altmanov index poskytuje súhrnné hodnotenie finančnej situácie podniku jedným číslom prostredníctvom váženého priemeru čiastkových ukazovateľov.

Podľa vyhodnocovacích pravidiel, uvedených v kapitole 3.4.3, sa v uspokojivej finančnej situácii nachádza podnik, ktorého výsledné Z-skóre presahuje hodnotu 2,99 bodov. Túto hranicu podnik tesne prekročil len v roku 2011, pričom v ostatných rokoch sledovaného obdobia dosahuje Z-skóre hornú hranicu šedej zóny. Hoci je možné považovať výslednú hodnotu indexu za takmer nemennú, menia sa jednotlivé faktory, ktoré túto hodnotu tvoria. V neskorších rokoch postupne narastá vplyv ukazovateľov X1 a X2 na úkor ukazovateľov X3 a X5.

Nasledujúca tabuľka zobrazuje jednotlivé vážené čiastkové ukazovatele a výsledné hodnoty v sledovanom období.

Tabuľka 4.13: Altmanov index v rokoch 2011-2014

	2011	2012	2013	2014
X1 · 1,2	0,190	0,296	0,329	0,363
X2 · 1,4	0,492	0,490	0,508	0,548
X3 · 3,3	0,159	0,160	0,156	0,129
X4 · 0,6	0,009	0,008	0,008	0,009
X5 · 1,0	2,213	1,971	1,869	1,896
X6 · 1,0	0,000	0,000	0,000	0,000
Výsledné Z	3,063	2,926	2,871	2,945

Zdroj: vlastné spracovanie.

IN index 05

IN Index 05 je ďalším z tejto skupiny ukazovateľov, podobne ako u Altmanovho indexu je výsledná jednočíselná hodnota tvorená váženými čiastkovými ukazovateľmi.

Hranicu medzi šedou zónou a uspokojivou finančnou situáciou tvorí hodnota IN 05 vo výške 1,6 bodov. Túto hranicu prekročila spoločnosť len v roku 2011, v ďalšom roku sa výsledná hodnota IN 05 znížila na 1,54; následne v roku 2013 došlo opäť k zníženiu o necelých 0,1 bodu. V roku 2014 prekročil bodový výsledok opäť hranicu 1,5 bodov. Podnik sa v rokoch 2012-2014 nachádzal v šedej zóne.

Najväčší vplyv na výraznom poklese oproti roku 2011 mal ukazovateľ B, ktorý sa vypočíta ako pomer EBITu k nákladovým úrokom. V roku 2012 sa nákladové úroky oproti predchádzajúcemu roku takmer zdvojnásobili, pričom v ďalších rokoch zostávala ich hodnota v podobnej hladine.

Tabuľka 4.14: IN 05 v rokoch 2011-2014

	2011	2012	2013	2014
A · 0,13	0,204	0,203	0,207	0,217
B · 0,04	1,057	0,627	0,549	0,616
C · 3,97	0,191	0,192	0,188	0,155
D · 0,21	0,471	0,418	0,399	0,402
E · 0,09	0,106	0,100	0,106	0,118
Výsledný IN 05	2,029	1,541	1,449	1,507

Zdroj: vlastné spracovanie.

Kralickov Quicktest

Kralickov Quicktest má na rozdiel od predchádzajúcich ukazovateľov odlišné bodovanie. Vzorce pre Altmanov index a IN index 05 obsahovali vážený priemer čiastkových ukazovateľov, čo má za následok plynulé zmeny výslednej hodnoty pri akejkolvek zmene čiastkového ukazovateľa. Pri vyhodnocovaní Kralickovho Quicktestu sa využívajú intervaly možných hodnôt čiastkových ukazovateľov, pričom každému z intervalov je priradená celočíselná bodová hodnota a aj minimálna zmena niektorého z nich dokáže vyvolať skokovú zmenu výsledku.

V celom sledovanom období sa podnik nachádzal v šedej zóne, ktorá je podľa kapitoly 3.4.3 vymedzená rozsahom 1 – 3 bodov. Pre rok 2011 sú dosiahnuté výsledné hodnoty Altmanovho indexu aj IN 05 najvyššie počas sledovaného obdobia, naopak, v Kralickovom Quickteste dosiahol rok 2011 najnižšie bodové ohodnotenie. Odôvodnenie spočíva v rozdieloch v čiastkových ukazovateľoch, pretože kým v Altmanovom indexe aj IN 05 sa

pracuje len s rozvahou a výkazom zisku a strát, Kralickov Quicktest zahŕňa aj výkaz cashflow.

Tabuľka 4.15: Kralickov Quicktest v rokoch 2011-2014

	2011	2012	2013	2014
R1	4	4	4	4
R2	0	4	2	2
R3	1	1	1	1
R4	1	0	1	1
Výsledné body	1,50	2,25	2,00	2,00

Zdroj: vlastné spracovanie.

4.2 Finančný plán

Finančný plán je nevyhnutnou súčasťou výpočtu hodnoty pomocou výnosových metód. Základnými prvkami finančného plánu sú tržby, náklady a investície. Na základe týchto čiastkových plánov boli následne zostavené účtovné výkazy – výkaz zisku a strát a rozvaha. Plánovacie obdobie je vyčlenené na roky 2015 – 2018, kedy sa očakáva ozdravenie podniku zo súčasnej nepriaznivej situácie.

4.2.1 Plán výsledku hospodárenia na ďalšie obdobie

Plán tržieb

Napriek priaznivým vyhlídkam v odvetví, kde sa s výnimkou roku 2012 každoročne zvyšujú indexy tržieb (viď Tabuľka 4.16) majú celkové tržby za prepravu spoločnosti ŠTENCEL TRANSPORT s.r.o. dlhodobo klesajúci charakter, tento trend sa však postupne spomaľuje a vzhľadom k zlepšujúcej sa situácii v odvetví je možné očakávať, že v roku 2015 sa pokles tržieb konečne zastaví, a hoci sa z dôvodu opatrnosti ešte nebude plánovať výraznejšie zvýšenie tržieb, zachovajú si aspoň svoju pôvodnú úroveň z roku 2014. Od roku 2016 až po rok 2018 začnú stúpať a ich rast bude zodpovedať priaznivému vývoju odvetvia. Ich tempo rastu bude odvodené od priemerného indexu tržieb v odvetví za roky 2011 – 2014, ktorý činí 103,43 %.

Tabuľka 4.16: Medziročné indexy tržieb v bežných cenách v období 2011-2014 (v %)

	2011	2012	2013	2014
Odvetvie	104,8	99,9	102,8	106,2
Celková preprava	97,36	97,34	99,23	98,91
Vlastná preprava	116,86	102,48	101,89	101,28
Zmluvní prepravcovia	90,65	95,05	97,95	97,73

Zdroj: odvetvové údaje ČSÚ, vlastné spracovanie.

Celkové tržby zahŕňajú okrem prepravných tržieb aj tržby za manipuláciu s tovarom. Podnik v roku 2014 jednorazovo výrazne rozšíril svoje doplnkové logistické služby, zakúpil nový vysokozdvížny vozík, pričom ďalšie vysokozdvížne vozíky sa v nasledujúcom období plánujú nahradiť novšími. Spoločnosť plánuje zintenzívniť tieto doplnkové služby aj u svojich ďalších významných zákazníkov, vďaka čomu predpokladáme ďalší rast tržieb v tejto oblasti (v roku 2015 odhadované zvýšenie podielu na 5 % celkových tržieb a v ďalších rokoch následne udržanie tohto podielu napriek rýchlo zvyšujúcim sa tržbám; ďalší skokový nárast podobný rozdielu medzi rokmi 2014-2013 sa zatiaľ neplánuje).

Tabuľka 4.17: Podiel tržieb za manipuláciu s tovarom na celk. tržbách (v %)

2012	2013	2014
3,13	3,05	4,24

Zdroj: vlastné spracovanie.

Podľa Mařík (2011) sa aktivácia plánuje len ak sa pravidelne vyskytovala v minulosti. Nakoľko sa jedná napr. o vlastné bežné opravy vozidiel, bude sa plánovať, pričom sa bude vychádzať z jej priemerného podielu na tržbách v posledných 4 rokoch, ktorý bol 0,07 %.

Po sčítaní jednotlivých položiek tržieb bude skompletizovaný plán výkonov pre roky 2015 – 2018, ktorý je zobrazený v Tabuľka 4.18.

Tabuľka 4.18: Plán výkonov pre nasledujúce obdobie (v tis. Kč)

	2015	2016	2017	2018
Tržby celkové	257 595	266 430	275 569	285 021
Aktivácia	180	187	193	200
Tržby za prepravu	244 715	253 109	261 790	270 770
Tržby za ostatné log. služby	12 880	13 322	13 778	14 251

Zdroj: vlastné spracovanie.

Ako je možné vidieť v Tabuľka 4.18, tržby za prepravu v poslednom roku plánu sa vyrovnali prepravným tržbám z roku 2011, pričom celkové výkony sú vyššie, vďaka zintenzívneniu ostatných logistických služieb.

Plán prevádzkových nákladov

Prevádzkové náklady pre podnik predstavujú predovšetkým:

- náklady vynaložené na externú dopravu,
- náklady na nákup pohonných hmôt pre vlastné vozidlá,
- mzdové náklady,
- náklady na opravy vlastných vozidiel,
- náklady na cestné mýto,
- odpisy,
- ostatné náklady.

Dlhodobým cieľom spoločnosti je znižovanie celkových nákladov, ktoré sa snaží dosahovať vyšším využitím vlastných vozidiel oproti externým službám a pravidelnou obnovou týchto vozidiel, čo má za následok zníženie spotreby palív a podstatné zníženie nákladov na opravy.

Prehľad podielu nákladov vynaložených na prepravu za vlastné aj zmluvné vozidlá na celkových tržbách za obdobie 2011 - 2014 je vyjadrený v nasledujúcej tabuľke:

Tabuľka 4.19: Prehľad pomeru prepravných nákladov k celkovým tržbám (v %)

2011	2012	2013	2014
76,02	74,16	74,33	73,53

Zdroj: vlastné spracovanie.

Momentálna stratégia, v ktorej mieni vedenie podniku v nasledujúcich rokoch pokračovať, je založená na zvyšovaní podielu tržieb zabezpečených prepravou pomocou vlastných vozidiel na celkových tržbách za prepravu. Táto stratégia sa odôvodňuje vyššími nárokmi zákazníkov (predovšetkým súvisiacimi s dodržiavaním termínov) a celkovou úsporou nákladov, pričom na základe predchádzajúcich skúseností je dosiahnutie týchto cieľov možné v oveľa vyššej miere zabezpečiť práve použitím vlastných vozidiel.

Percentuálny podiel vlastnej prepravy na celkovej preprave je zachytený v Tabuľka 4.20. Podiel prepravy pomocou vlastných vozidiel od roku 2011 stúpol z 30,73 % na 34,02 % v roku 2014. Zároveň sa znížil celkový podiel prepravných nákladov na tržbách. Je to

odôvodniteľné tým, že pokiaľ spoločnosť platí zmluvným prepravcom za dopravu, je v cene ich prepravy zahrnutá aj pridaná hodnota pre zmluvného prepravcu. Pokiaľ sa spoločnosť ŠTENCEL TRANSPORT s.r.o. v budúcnosti bude naďalej usilovať o zvýšenie podielu vlastnej prepravy, budú samozrejme celkové náklady o túto čiastku nižšie. Toto tvrdenie potvrdzuje aj výpočet korelačného koeficientu z týchto dvoch súborov hodnôt, pričom hodnota koeficientu je - 0,94, čo vyjadruje vysokú závislosť meraných údajov, konkrétne o nepriamu úmeru výšky nákladov od podielu vlastnej prepravy.

Tabuľka 4.20: Porovnanie tržieb zabezpečených prepravou pomocou vlastných a ext. vozidiel (v tis. Kč)

Tržby	2011		2012		2013		2014	
	tis. Kč	%	tis. Kč	%	tis. Kč	%	tis. Kč	%
Celkové tržby	264 422	-	257 615	-	255 845	-	256 049	-
Preprava celkom	256 164	100	249 343	100	247 412	100	244 715	100
Vlastné vozidlá	78 714	30,73	80 670	32,35	82 194	33,22	83 250	34,02
Zmluvní prepravcovia	177 450	69,27	168 673	67,65	165 218	66,78	161 465	65,98

Zdroj: vlastné spracovanie.

Keďže sa spoločnosť bude snažiť o ďalšie zvyšovanie podielu vlastnej prepravy, dá sa očakávať následné zníženie nákladov. Odhadom budú tvoriť v rokoch 2015 a 2016 73 % z celkových tržieb, v rokoch 2017 a 2018 72 %.

Osobné náklady pozostávajú zo mzdových, sociálnych nákladov, nákladov na sociálne zabezpečenie a zdravotné poistenie a odmien členom orgánu spoločnosti. Plánované osobné náklady budú určené na základe ich pomeru na tržbách, ktorý bude vychádzať z historického vývoja. Priemerný pomer v posledných 4 rokoch bol 17,1 %, táto hodnota sa použije aj pre plánovaný budúci vývoj.

Výška odpisov sa prevezme z analýzy odpisov, ktorej sa venuje samostatná časť finančného plánu a z analýzy investícií, nakoľko splátky majetku zaobstaraného pomocou splátkového predaja sa premietajú práve do odpisov.

Plánované dane a poplatky sú určené ich priemerným pomerom k tržbám za posledné 3 roky, ktorý predstavuje 2,27 %.

Plán nákladov pre roky 2015-2018 zostavený so zohľadnením daných skutočností je uvedený v nasledujúcej tabuľke:

Tabuľka 4.21: Plán nákladov pre nasledujúce obdobie (v tis. Kč)

	2015	2016	2017	2018
Výkonová spotreba	188 044	194 494	198 410	205 215
Osobné náklady	44 049	45 560	47 122	48 739
Dane a poplatky	5 847	6 048	6 255	6 470
Odpisy	10 047	10 832	12 192	12 447

Zdroj: vlastné spracovanie.

Vzhľadom k spôsobu výpočtu jednotlivých položiek je zrejmé, že sa jednalo o tzv. „výpočet zdola“.

Ostatné položky výkazu zisku a strát

Ostatné prevádzkové výnosy, ostatné prevádzkové náklady, ostatné finančné výnosy a ostatné finančné náklady mali nepravidelný charakter nezávislý od výšky tržieb, takže bola stanovená ich priemerná hodnota za posledné 4 roky pre celé plánované obdobie.

Spoločnosť každoročne v rámci obnovy vozového parku odpredáva nerentabilné vozidlá, ktoré sú plne odpísané, resp. ich likviduje. Vzhľadom na ich opotrebenie a vek sú predávané za pomerne nízke čiastky, v plánoch predaja majetku postačí, ak ich plánované hodnoty vypočítame pomocou ich priemerného pomeru k celkovým tržbám z minulých rokov. Hoci sa tieto čiastky pri tvorbe KPVH vylúčia, budú uvedené v základnom výkaze aspoň pre úplnosť.

Jednotlivé položky plánového výkazu zisku a strát sa nachádzajú v prílohe.

Výsledok hospodárenia

Celková daň bola určená ako priemerný pomer zaplatenej dane k nezdananému výsledku hospodárenia v minulých rokoch (22,34 %).

Mimoriadny výsledok hospodárenia sa vzhľadom k jeho náhodnému charakteru neplánuje.

Plánovaný výsledok hospodárenia členený podľa jednotlivých kategórií zobrazuje Tabuľka 4.22.

Tabuľka 4.22: Jednotlivé kategórie výsledku hospodárenia (v tis. Kč)

	2015	2016	2017	2018
Prevádzkový výsledok hospodárenia	9 561	9 460	11 572	12 146
Finančný výsledok hospodárenia	- 1 433	- 1 354	- 1 267	-1 164
Daň z príjmu - celková	1 816	1 811	2 302	2 453
Výsledok hospodárenia za bežnú činnosť	6 312	6 295	8 003	8 529
Mimoriadny výsledok hospodárenia	0	0	0	0
Výsledok hospodárenia za účtové obdobie	6 312	6 295	8 003	8 529
Výsledok hospodárenia pred zdanením	8 128	8 106	10 305	10 982

Zdroj: vlastné spracovanie.

Plán investícií

Aby si podnik udržal konkurencieschopnosť, je potrebné pravidelne obnovovať vozový park. Do roku 2008 spoločnosť aktívne využívala služby leasingových spoločností, avšak momentálne si všetky nové vozidlá zaobstaráva prostredníctvom splátkového predaja. Využívanie starších vozidiel je nákladné, pričom táto nákladnosť vyplýva jednak z ich vyššej spotreby palív, a jednak z vyššej poruchovosti a príliš vysokých nákladov vynaložených na ich opravu a údržbu. Niektoré štáty (napr. Nemecko) majú legislatívne opatrenia zamerané na znižovanie počtu emisne neefektívnych vozidiel, t.j. vozidlo s nižšou emisnou triedou má napríklad stanovené vyššie poplatky v porovnaní s ekologicky šetrnejšími vozidlami.

Plán investícií je založený na koeficiente náročnosti tržieb na investície, charakterizovanom v kapitole 3.7.3. Jeho výpočet za minulé roky zobrazuje Tabuľka 4.23.

Tabuľka 4.23: Výpočet koeficientu náročnosti tržieb na investície (v tis. Kč)

	2011	2012	2013	2014	Spolu
Tržby	266 285	258 700	257 116	257 185	1 039 286
Investície	13 980	10 469	13 106	9 776	47 331
k _{DMb}	5,25 %	4,05 %	5,10 %	3,80 %	4,55%

Zdroj: vlastné spracovanie.

Celkový koeficient náročnosti za sledované obdobie je 4,55 %. Použitím tejto miery v súvislosti s už naplánovanými tržbami budú odhadnuté primerané investície na nasledujúce roky.

Tabuľka 4.24: Plán investícií (v tis. Kč)

	2015	2016	2017	2018
Tržby	257 595	266 430	275 569	285 021
Investície	11 739	12 141	12 558	12 988

Zdroj: vlastné spracovanie.

Plán rozpisu splátok obsahuje príloha č. 6.

Plán odpisov

Podnik využíva od roku 2009 pre nákup vozidiel splátkový predaj, čo je dôvodom zvýšenia celkových odpisov po tomto roku, nakoľko splátky tohto majetku sa vo výkaze zisku a strát premietli práve do odpisov. Pre účtovné odpisy využíva vlastnú metódu (prosté delenie celkovej hodnoty dobou splácania). Nakoľko vzniká rozdiel zostatkovej hodnoty majetku oproti hodnote určenej daňovými odpisovými metódami, vzniká podniku každoročne odložená daň. Vo výkaze zisku a strát bola táto daň vypočítaná zjednodušene iba ako priemer z minulých rokov.

Plán odpisov teda vychádza jednak z odpisov za pôvodný majetok a jednak zo súčtu splátok za investovaný majetok (ktoré sú zároveň v danom roku odpismi).

Tabuľka 4.25: Plán odpisov (v tis. Kč)

2015	2016	2017	2018
10 047	10 832	12 192	12 447

Zdroj: vlastné spracovanie.

4.2.2 Plán rozvahy

Aktíva

Podnik síce plánuje v nasledujúcom roku investovať do softvéru, táto investícia bude ale vyjadrená spoločne v pláne investícií, ktorý bol zostavený na základe koeficientu náročnosti DM na tržbách.

Stav pozemkov zostane po celé plánované obdobie nezmenený.

Podnik neplánuje zaradiť do majetku ďalšie stavby. Na doterajších budovách prebiehajú občasné neplánované drobné opravy. Nakoľko ich charakter je náhodný a ich výška v porovnaní s celkovou hodnotou a odpismi zanedbateľná, bude čistá hodnota stavieb v plánovej rozvahe klesať len v závislosti na plánovaných odpisoch.

Obežný majetok sa skladá predovšetkým z pohľadávok, ich plánovej hodnote sa venuje samostatná časť práce. Zásoby tvoria približne 0,6 %, pričom ich výška je v čase takmer nemenná, pre plánovú rozvalu budeme pracovať s ich rovnakou výškou počas celého obdobia, ktorá bola určená ako ich priemer v posledných rokoch.

Výpočet peňažných prostriedkov bude objasnený v ďalšej časti práce.

Odpísané pohľadávky mali v minulosti kolísavý charakter, do plánu bude zahrnutá ich priemerná hodnota za posledné 4 roky v stálej výške.

Zložky časového rozlíšenia boli kvôli ich kolísavej, avšak relatívne zhodnej výške stanovené konštantne na celé obdobie ako ich priemer za posledné 4 roky. Je to taktiež v súlade s odporúčaním, ktoré zmienil Mařík (2011).

Pasíva

Zmeny vo výške základného kapitálu sa v ďalšom období nepredpokladajú. Fondy zo zisku majú trvalo konštantnú hodnotu, táto bude preto zachovaná aj v pláne.

Položka nerozdelený zisk z minulých rokov bude obsahovať kumulované výsledky hospodárenia z minulých aj plánovaných výkazov zisku a strát. Neuhradená strata z minulých rokov zostáva v trvalej výške.

Rezervy sa trvalo pohybujú na úrovni 49 – 65 tis. Kč. V plánovej rozvahe bude použitá ich priemerná hodnota z minulých období v konštantnej výške.

Dlhodobé záväzky obsahujú splátky z kúpeného dlhodobého majetku, ktorých splatnosť je dlhšia než 1 rok. Ich výška je stanovená na základe plánu splátok, ktorý obsahuje príloha č. 6. Obsahujú taktiež odložený daňový záväzok, ktorý bude konštantný pre celé plánované obdobie.

Krátkodobé záväzky obsahujú jednak splátky nákupu dlhodobého majetku, ktoré majú splatnosť kratšiu než 1 rok, a jednak ostatné záväzky, najmä z obchodných vzťahov.

V podniku sa v budúcnosti neplánuje využívať dlhodobý bankový úver. Krátkodobý bankový úver bol plánovaný spoločne s peňažnými prostriedkami.

Časové rozlíšenie bude rovnako ako u aktív plánované v konštantnej výške.

Plán pohľadávok, záväzkov a peňažných prostriedkov

Podľa Mařík (2011) sa neodporúča určovať plánované hodnoty pohľadávok a záväzkov len na základe minulého vývoja v rozvahe, ale mali by mať väzbu na odhadované tržby. Peňažné prostriedky boli plánované nepriamou metódou výpočtu peňažných tokov a museli byť plánované súčasne s pohľadávkami a záväzkami, nakoľko ich výška sa odrážala vo výške čistého pracovného kapitálu, ktorý sa využíva ako vstup pre výpočet CF nepriamou metódou. Počas procesu plánovania bolo nutné sledovať vybrané hodnoty ukazovateľov pomerovej finančnej analýzy, v tejto práci nimi boli konkrétne:

- doba obratu pohľadávok,
- doba obratu záväzkov,
- bežná likvidita,
- okamžitá likvidita.

Pohľadávky a záväzky boli plánované tak, aby sa významne nezmenila ich doba obratu, zároveň boli určované krátkodobé bankové úvery tak, aby sa likvidita udržiavala v odporúčaných hodnotách. Nakoľko nie je možné plánovať tak, aby boli všetky tieto ukazovatele v podobnej hodnote ako v minulosti, bolo nutné vykonať isté kompromisy (napr. znížením výšky záväzkov klesala ich doba obratu, čo je nežiaduce, ale zároveň klesala príliš vysoká likvidita, čím sa obmedzovalo neefektívne viazanie zdrojov v obežných aktívach).

Tabuľka 4.26: Výpočet peňažných prostriedkov (v tis. Kč)

	2015	2016	2017	2018
Počiatkový stav PP	2 552	9 558	12 329	16 866
+ Čistý zisk	6 312	6 295	8 003	8 529
+ Odpisy	10 047	10 832	12 192	12 447
- Zmena ČPK	- 4 317	309	718	924
- Investície	11 739	12 141	12 558	12 988
+ Dopady zmien dlhodobých záväzkov	- 1 931	- 1 906	- 2 382	- 4 864
Konečný stav PP	9 558	12 329	16 866	19 066

Zdroj: vlastné spracovanie.

4.3 Rozdelenie aktív na prevádzkovo potrebné a nepotrebné

Výpočet prevádzkovo potrebného majetku je východiskom pre výnosové metódy DCF a EVA.

Podnik v súčasnosti nedisponuje aktívami, ktoré by sa dali považovať za prevádzkovo nepotrebné. Hoci vlastní prevádzkovo nepotrebný osobný automobil, ten je však od roku 2010 plne odpísaný a nemá teda vplyv na čistú výšku aktív.

V podniku sa počas rokov 2015 - 2018 plánuje výrazný nárast peňažných prostriedkov, avšak nie sú považované za nadbytočné (a tým pádom prevádzkovo nepotrebné), nakoľko okamžitá likvidita dosahuje odporúčané hodnoty.

4.4 Korigovaný výsledok hospodárenia

Na základe zásad uvedených v kapitole 3.8 je potrebné upraviť výsledok hospodárenia, ktorý sa použije pre odvodenie FCFF, resp. jeho modifikovaná varianta pre metódu EVA.

Z výsledku hospodárenia boli odstránené tržby a náklady súvisiace s predajom dlhodobého majetku a materiálu. Všetky ostatné položky súvisia s hlavnou činnosťou podniku a prevádzkovo nutným kapitálom.

Pre metódu EVA sa rozsah úprav zväčšuje o ďalšie úpravy charakterizované v kapitole 3.8.3, avšak u oceňovanej spoločnosti už ďalšie úpravy nie sú nutné a je možné vychádzať z KPVH. Pre jeho transformáciu na NOPAT je preto možné v prípade oceňovanej spoločnosti využiť ziskovú hladinu EBIT upravenú o dane podľa vzorca (Kislingerová, 1999):

$$NOPAT = EBIT \cdot (1 - t) \quad (4.1)$$

kde t značí daňovú sadzbu.

4.5 Stanovenie nákladov na kapitál

Pre výpočet nákladov kapitálu bol zvolený stavebnicový model, navrhnutý Ministerstvom průmyslu a obchodu ČR, ktorý je všeobecne odporúčaný pre ekonomiky

s nedokonalým tržným hospodárstvom, namiesto iných metód uznávaných a používaných v zahraničí (CAPM, APM).

Bude sa vychádzať z východiska, ktoré bolo popísané v kapitole 3.6, kedy je pre výpočet celkových nákladov na kapitál potrebné určiť jednotlivé rizikové prirážky.

Tabuľka 4.27 predstavuje náhľad k výpočtu WACC a jednotlivých vstupných rizikových prirážok. Rozšírená verzia tabuľky, v ktorej sa nachádzajú ďalšie vstupné údaje, sa nachádza v prílohe.

Tabuľka 4.27: Výpočet WACC

	2015	2016	2017	2018
R_E	16,98%	14,87%	12,61%	10,73%
R_F	0,54%	0,54%	0,54%	0,54%
R_{pod}	2,14%	2,14%	2,14%	2,14%
$R_{finstab}$	5,77%	4,85%	3,61%	2,52%
R_{LA}	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%
$WACC_U$	13,45%	12,53%	11,29%	10,20%
$WACC_L$	13,13%	12,30%	11,15%	10,14%

Zdroj: vlastné spracovanie.

Aby bolo možné určiť celkové priemerné vážené náklady kapitálu, je nutné vypočítať výšku nákladov na vlastný kapitál R_E , ich výpočet vykonáme pomocou vzorca (3.25) uvedenom v teoretickej časti práce.

R_F (bezriziková úroková miera) bola pre celé obdobie stanovená na základe výnosnosti 10 ročných štátnych dlhopisov na konci roku 2014.

R_{LA} (riziková prirážka charakterizujúca veľkosť podniku) bola podľa vyhodnocovacích pravidiel určená vo výške 5,00 % pre celé plánované obdobie, nakoľko UZ ani v jednom roku neprekročia hranicu 100 miliónov Kč.

R_{pod} (prirážka za podnikateľské riziko) bola stanovená na základe porovnávania ukazovateľa X1 s pomerom EBITu k aktívam. Pretože v celom období plánu bol ukazovateľ X1 nižší než pomer zisku k aktívam, bola podľa zásad táto prirážka rovná minimálnej rizikovej prirážke v odvetví, ktorá bola podľa dostupných údajov MPO v roku 2014 vo výške 2,14 %.

R_{finstab} (riziková prirážka finančnej stability) sa bola každoročne vypočítaná pomocou vzorca (3.29).

Úroková miera pre cudzí kapitál je v každom roku určená ako podiel nákladových úrokov a bankového úveru v danom roku.

4.6 Hodnota podniku určená účtovnou metódou

Ako bolo vysvetlené v kapitole 3.8.1, hodnota podniku za využitia účtovnej metódy sa vypočíta ako rozdiel celkových aktív a cudzích zdrojov. Jej výška činí 54 310 tis. Kč. Výsledná hodnota má avšak obvykle len doplnkový význam k iným, komplexnejším metódam.

Tabuľka 4.28: Výpočet hodnoty podniku účtovnou metódou (v tis. Kč)

	2014
Aktíva	135 631
- Cudzie zdroje	81 321
Účtovná hodnota	54 310

Zdroj: vlastné spracovanie.

4.7 Hodnota podniku stanovená metódou DCF Entity

Výpočet hodnoty podniku metódou DCF Entity bude prebiehať dvojfázovou metódou. Analýzou minulosti bolo rozhodnuté, že prvá fáza bude obsahovať naplánované peňažné toky v rokoch 2015 – 2018, počas ktorých sa spoločnosť bude snažiť vymaniť z dopadov ekonomickej krízy a stabilizovať svoju situáciu. Druhá fáza bude trvať do nekonečna, pričom bude zohľadňovať odhadnuté tempo rastu g.

4.7.1 Výpočet FCFF

Pre výpočet FCFF boli zozbierané všetky potrebné dáta – korigovaný VH, odpisy, investície do PK a DM, ktoré boli následne v súlade s východiskami z kapitoly 3.8.2 použité na stanovenie peňažných tokov v daných rokoch. Vypočítané peňažné toky sa následne diskontovali príslušnými diskontnými mierami. Súčet diskontovaných peňažných tokov pre roky 2015 – 2018 tvorí hodnotu prvej fázy (viď výpočet v Tabuľka 4.29).

Tabuľka 4.29: Výpočet FCFF (v tis. Kč)

	2015	2016	2017	2018
+ Korigovaný VH pred daňami	7 242	7 216	9 402	10 073
- Daň (KPVH · sadzba)	1 376	1 371	1 786	1 914
= Korigovaný VH po dani	5 866	5 845	7 616	8 159
+ Odpisy	10 047	10 832	12 192	12 447
= Predbežný prevádzkový CF	15 913	16 677	19 808	20 606
- Investície do upraveného prac. kap.	2 032	495	2 736	2 282
- Investície do prev. nutného DM	11 739	12 141	12 558	12 988
= FCFF	2 142	4 041	4 514	5 336

Zdroj: vlastné spracovanie.

Peňažný tok v prvom roku druhej fázy $FCFF_{T+1}$ vychádzal z $FCFF_{2018}$ a stanoveného tempa rastu g . Pomocou vzorca (3.34) bola vypočítaná tzv. pokračujúca hodnota (PH), ktorá ale nie je vyjadrená v súčasnej hodnote, ale v hodnote roku T (t.j. v roku ukončenia prvej fázy - 2018). Následným prevodom PH do súčasnej hodnoty vznikne hodnota druhej fázy vo výške 74 061 tis. Kč. Súčet hodnôt oboch fáz tvorí celkovú konečnú hodnotu.

Tabuľka 4.30: Výpočet hodnoty metódou DCF (v tis. Kč)

	2015	2016	2017	2018
FCFF	2 142	4 041	4 514	5 336
dF	1,13	1,26	1,37	1,47
dFCFF	1 893	3 204	3 287	3 626
Hodnota 1. fázy	12 011			
g	5,00 %			
i	10,14%			
$FCFF_{T+1}$	5 603			
PH	108 990			
Hodnota 2. fázy	74 061			
Celková hodnota	86 072			

Zdroj: vlastné spracovanie.

4.8 Hodnota podniku stanovená metódou EVA Entity

Ďalším spôsobom výpočtu hodnoty podniku je metóda EVA. Podobne ako u metódy DCF bolo nutné pripraviť si podklady vychádzajúce z upravených dát z rozvahy a výkazu zisku a strát. Jedná sa o upravený výsledok hospodárenia NOPAT a čistý operačný majetok NOA, ktorý tento zisk generuje.

Popis výpočtu NOPAT bol charakterizovaný v kapitole 4.4. Prevádzkovo nutný majetok stanovený pri výpočte DCF sa použije aj pre výpočet NOA, nakoľko už nie sú potrebné žiadne ďalšie výrazné úpravy (mimo odčítania neúročených záväzkov).

Tabuľka 4.31: Výpočet EVA (v tis. Kč)

	2014	2015	2016	2017	2018
KPVH pred zdanením	-	7 242	7 216	9 402	10 073
Nákladové úroky	-	373	294	207	104
KPVH (EBIT)	-	7 615	7 510	9 609	10 177
NOPAT	-	6 168	6 083	7 783	8 243
Prov. nutné aktíva	135 631	143 046	149 535	156 892	161 527
- Neúročené záväzky	61 369	64 960	69 645	73 900	75 712
NOA	74 262	78 086	79 890	82 992	85 815
WACC	-	13,13%	12,30%	11,15%	10,14%
EVA	-	-3 585	-3 522	-1 127	-173

Zdroj: vlastné spracovanie.

Vypočítané hodnoty EVA pre roky 2011 – 2014 sa ďalej diskontovali, pričom súčet diskontovaných EVA v tomto období tvorí hodnotu prvej fázy.

Ďalší krok spočíva vo výpočte druhej fázy, pre ktorú bolo zvolené rovnaké tempo rastu ako u metódy DCF. NOPAT pre rok 2019 bol taktiež určený analogicky s metódou DCF, t.j. ako posledná hodnota NOPAT v prvej fáze ovplyvnená zvoleným tempom rastu. Vypočíta sa pokračujúca hodnota, vychádzajúca zo vzorca (3.38), ktorá je ďalej diskontovaná, čím sa dosiahne hodnota druhej fázy.

Celková hodnota je určená výpočtom na základe vzorca (3.37) a jej výška je 74 954 tis. Kč.

Tabuľka 4.32: Výpočet hodnoty metódou EVA (v tis. Kč)

	2015	2016	2017	2018
EVA	-3 585	-3 522	-1 127	-173
dF	1,13	1,28	1,45	1,64
dEVA	-3168,64	-2752,05	-778,44	-105,75
Hodnota 1. fázy	- 6 805			
WACC _{T+1}	10,14%			
NOA _T	85 815			
NOPAT _{T+1}	8 655			
g	5,00 %			
PH	7 497			
Hodnota 2. fázy	6 168			
NOA 2014	74 262			
Celková hodnota	74 954			

Zdroj: vlastné spracovanie.

4.9 Porovnanie a zhodnotenie vypočítaných hodnôt

Hodnota oceňovanej spoločnosti bola vypočítaná účtovnou metódou a výnosovými metódami DCF Entity a EVA entity.

Prehľad vypočítaných hodnôt rôznymi metódami zobrazuje Tabuľka 4.33.

Tabuľka 4.33: Prehľad vypočítaných hodnôt spoločnosti (v tis. Kč)

Účtovná metóda	54 310
DCF Entity	86 072
EVA Entity	74 954

Zdroj: vlastné spracovanie.

Z tabuľky je zrejmé, že najvyššia hodnota bola vypočítaná s využitím dvojfázovej metódy DCF Entity pri tempe rastu 5 %. Táto metóda vychádza z pokračujúcej činnosti podniku, vytvárajúc ďalšie výnosy, a vypočítaná hodnota je vo výške 86 072 tis. Kč.

Pomocou metódy EVA entity, pri zachovaní rovnakého tempa rastu, bola vypočítaná hodnota spoločnosti vo výške 74 954 tis. Kč. Počas výpočtu je možné postrehnúť, že hodnota prvej fázy je v zápornej výške a negatívne tým ovplyvnila celkovú hodnotu podniku.

V obidvoch dvojfázových metódach (DCF aj EVA) bola prvá fáza naplánovaná na také obdobie, za ktoré sa predpokladá postupné ozdravenie podniku zo zlej situácie v minulých obdobiach, zapríčinené dopadmi krízy a druhá fáza je fázou rastu v už obnovenej priaznivejšej situácii. Je možné si všimnúť, že hodnoty EVA pre jednotlivé roky 2015 – 2018 sa časom výrazne zvyšujú, čo potvrdzuje predchádzajúce tvrdenie.

Ako bolo popísané v analýze odvetvia, celé odvetvie cestnej prepravy sa nachádza dlhodobo v záporných hodnotách EVA a ešte v roku 2013 došlo k najväčšiemu prepadu celkovej EVA v sledovanom období.

Účtovná hodnota na báze historických cien činí 54 310 tis. Kč a je najnižšou zo všetkých hodnôt. Je možné konštatovať, že nakoľko obidve hodnoty vypočítané pomocou výnosových metód prekračujú účtovnú hodnotu, bude hľadaná hodnota podniku vyššia, než je vypočítaná účtovná hodnota. Pokiaľ by účtovnú hodnotu neprekračovali, je podľa Mařík (2011) účelné vypočítať tzv. likvidačnú hodnotu, a pokiaľ by napriek tomu likvidačná hodnota presahovala výnosové metódy, hodnota podniku by sa s vysokou pravdepodobnosťou v čase znižovala a jeho skutočná hodnota by bola vo výške likvidačnej hodnoty. V tomto prípade by bolo výhodnejšie jeho činnosť zastaviť (nakoľko to nie je v záujme veriteľov ani vlastníkov).

5 Záver

Cieľom bakalárskej práce bolo stanovenie hodnoty spoločnosti ŠTENCEL TRANSPORT s.r.o., sídliacej v Oticiach, ktorá pôsobí v odvetví dopravy. Určovanie hodnoty prebehlo k dátumu 1.1.2015 pomocou vybraných oceňovacích metód.

Bakalárska práca pozostávala z troch hlavných častí.

V prvej časti práce bola predstavená samotná oceňovaná spoločnosť a jej poskytované služby vrátane stručnej histórie a organizačnej štruktúry.

Druhá časť práce bola venovaná teoretickým východiskám. V jej úvode boli vysvetlené základné pojmy týkajúce sa hodnoty, následne bol popísaný postup oceňovania a v jej závere boli predstavené samotné oceňovacie metódy, pričom niektoré z nich boli bližšie charakterizované.

V tretej časti bol aplikovaný postup z predchádzajúcej časti práce. Najskôr bola vykonaná strategická a finančná analýza, ďalej bol zostavený finančný plán a na jeho základe prebehlo samotné ocenenie. V závere tretej časti prebehlo zhodnotenie dosiahnutých výsledkov.

Použitými oceňovacími metódami boli výnosové metódy DCF Entity a EVA Entity a ako doplnková metóda bola zvolená majetková účtovná metóda na princípe historických cien. Obidve výnosové metódy boli počítané v dvoch fázach. Trvanie prvej fázy bolo určené na roky 2015 až 2018, pre ktoré bol zároveň vytvorený finančný plán. Cieľom spoločnosti počas týchto rokov bolo zabezpečiť opätovný rast tržieb, ktoré boli do roku 2014 ovplyvňované negatívnou situáciou, ktorá pretrvávala v odvetví ešte ako dôsledok ekonomickej krízy.

Hodnoty stanovené výnosovými metódami obidve presahovali účtovnú hodnotu, ktorá bola vo výške 54 310 tis. Kč. Výsledné ocenenie na báze DCF Entity bolo vo výške 86 072 tis. Kč a na báze EVA 74 954 tis. Kč. Hodnota EVA bola ovplyvnená predovšetkým zápornou hodnotou jej prvej fázy, obzvlášť v prvých dvoch rokoch, pokiaľ v podniku nedošlo k návratu k pôvodnej výške tržieb z počiatku minulého sledovaného obdobia.

Druhotným výstupom tejto bakalárskej práce je automatizovaný systém MS-EXCEL skriptov a tabuliek, ktorý bol vytvorený pre účely výpočtov a môže byť neskôr spoločnosťou využitý pre finančné plánovanie a sledovanie dopadov prípadných scenárov managementu.

Zoznam použitej literatúry

Monografie

DLUHOŠOVÁ, Dana a kol. *Finanční řízení a rozhodování podniku*. 3. rozšířené vydání. Praha: Ekopress, 2010. 225 s. ISBN 978-80-86929-68-2.

JUREČKA, Václav a kol. *Makroekonomie*. 2. aktualizované vydání. Praha: Grada Publishing, 2013. 352 s. ISBN 978-80-247-4386-8.

KALOUDA, František. *Finanční řízení podniku*. 2. vyd. Plzeň: Aleš Čeněk, 2011. 299 s. ISBN 978-80-7380-315-5.

KAŠÍK J., M. Michalko a kol. *Podniková diagnostika*. Ostrava: Tandem, 1998. 343 s. ISBN 80-902167-4-9.

KISLINGEROVÁ, Eva a kol. *Manažerské finance*. 2. přepracované a rozšířené vydání. Praha: C. H. Beck, 2007. 745 s. ISBN 978-80-7179-903-0.

KISLINGEROVÁ, Eva. *Oceňování podniku*. 1. vydání. Praha: C. H. Beck, 1999. 304 s. ISBN 80-7179-227-6.

KNÁPKOVÁ, Adriana a Drahomíra PAVELKOVÁ. *Finanční analýza*. 1. vyd. Praha: Grada Publishing, 2010. 208 s. ISBN 978-80-247-3349-4.

KRABEC, Tomáš. *Oceňování podniku a standardy hodnoty*. 1. vyd. Praha: Grada Publishing, 2009. 264 s. ISBN 978-247-2865-0.

MAREK, Petr a kol. *Studijní průvodce financemi podniku*. Druhé aktualizované vydání. Praha: Ekopress, 2009. 634 s. ISBN 978-80-86929-49-1.

MAŘÍK, Miloš. *Určování hodnoty firem*. Vydání 1. Ekopress, 1998. 206 s. ISBN 80-86119-09-2.

MAŘÍK, Miloš a kol. *Metody oceňování podniku*. 3. upravené a rozšířené vydání. Praha: Ekopress, 2011. 494 s. ISBN 978-80-86929-67-5.

RŮČKOVÁ, Petra. *Finanční analýza*. 4. aktualizované vydání. Praha: Grada Publishing, 2011. 144 s. ISBN 978-80-247-3916-8.

SEDLÁČEK, Jaroslav. *Finanční analýza podniku*. Druhé aktualizované vydání. Brno: Computer Press, 2011. 152 s. ISBN 978-80-251-3386-6.

SEDLÁČKOVÁ, Helena a Karel BUCHTA. Strategická analýza. 2. přepracované a rozšířené vydání. Praha: C. H. Beck, 2006. 121 s. ISBN 80-7179-367-1.

SYNEK, Miloslav a kol. *Manažerská ekonomika*. 5. aktualizované a doplněné vydání. Praha: Grada Publishing, 2011. 480 s. ISBN 978-80-247-3494-1.

SYNEK M., H. KOPKÁNĚ a M. KUBÁLKOVÁ. *Manažerské výpočty a ekonomická analýza*. 1. vydání. Praha: C. H. Beck, 2009. 301 s. ISBN 978-80-7400-154-3.

VALACH, Josef a kol. *Finanční řízení podniku*. 2. vyd. Praha: Ekopress, 1999. 324 s. ISBN 80-86119-21-1.

VOCHOZKA, Marek. *Metody komplexního hodnocení podniku*. 1. vyd. Praha: Grada Publishing, 2011. 248 s. ISBN 978-80-247-3647-1.

Elektronické dokumenty a ostatné

Zákon č. 89/2012 Sb. ze dne 3. února 2012 občanský zákoník. In: *Sbírka zákonů České republiky*.

ČESKÝ STATISTICKÝ ÚŘAD. *HDP, národní účty* [online]. Dostupné z: <https://vdb.czso.cz/vdbvo2/faces/cs/index.jsf?page=statistiky#catalog=30832>

ČESKÝ STATISTICKÝ ÚŘAD. *Doprava, informační a komunikační činnosti - časové řady - Finanční ukazatele - Vybrané finanční ukazatele - roční - Klasifikace NACE Rev. 2 (CZ-NACE)* [online]. Dostupné z: https://www.czso.cz/csu/czso/dicvf_u_cr_cz_nace

ČESKÝ STATISTICKÝ ÚŘAD. *Nákladní doprava - časové řady* [online]. Dostupné z: https://www.czso.cz/csu/czso/nakladni_doprava_casove_rady

EUROSTAT. *Real GDP growth rate – volume* [online]. Dostupné z: <http://ec.europa.eu/eurostat/tgm/refreshTableAction.do?tab=table&plugin=1&pcode=tec00115&language=en>

EUROSTAT. *Total unemployment rate* [online]. Dostupné z: <http://ec.europa.eu/eurostat/tgm/table.do?tab=table&init=1&language=en&pcode=tsdec450&plugin=1>

KURZY.CZ. *Výnos koše státních dluhopisů s průměrnou zbytkovou splatností 10 let - ekonomika ČNB* [online]. Dostupné z: <http://www.kurzy.cz/cnb/ekonomika/vynosy->

dluhopisoveho-kose-statnich-dluhopisu-ke-konci-mesice/vynos-kose-statnich-dluhopisu-s-prumernou-zbytkovou-splatnosti-10-let/

MENDELOVA UNIVERZITA V BRNĚ. *Finanční analýza a plánování* [online]. Dostupné z: <https://is.mendelu.cz/eknihovna/opory/index.pl?opora=4>

MINISTERSTVO FINANCÍ ČR. 32. *Kolokvium – průzkum prognóz makroekonomického vývoje České republiky (2011–2014)* [online]. MFCR [23. 10. 2011]. Dostupné z: <http://www.mfcr.cz/cs/verejny-sektor/makroekonomika/makroekonomicka-predikce/2011/32-kolokvium-7080>

MINISTERSTVO PRŮMYSLU A OBCHODU. *Finanční analýza podnikové sféry za rok 2014* [online]. MPO [3.4.2015]. Dostupné z: <http://www.mpo.cz/dokument157262.html>

MINISTERSTVO PRŮMYSLU A OBCHODU. *Finanční analýza podnikové sféry za 1. pololetí 2014* [online]. MPO [12.1.2015]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/br_zapisy_z_jednani/2010/cmom_100325.html

MINISTERSTVO PRŮMYSLU A OBCHODU. *Finanční analýza podnikové sféry se zaměřením na konkurenceschopnost sledovaných odvětví za rok 2013* [online]. MPO [12.6.2014]. Dostupné z: <http://www.mpo.cz/dokument150081.html>

MINISTERSTVO PRŮMYSLU A OBCHODU. *Finanční analýza podnikové sféry se zaměřením na konkurenceschopnost sledovaných odvětví za rok 2012* [online]. MPO [27.6.2013]. Dostupné z: <http://www.mpo.cz/dokument141226.html>

MINISTERSTVO PRŮMYSLU A OBCHODU. *Finanční analýza podnikové sféry za rok 2011* [online]. MPO [1.8.2012]. Dostupné z: <http://www.mpo.cz/dokument105732.html>

MINISTERSTVO PRŮMYSLU A OBCHODU. *Finanční analýza podnikové sféry za rok 2010* [online]. MPO [9.12.2011]. Dostupné z: <http://www.mpo.cz/dokument89407.html>

ŠTENCEL TRANSPORT. *Představení společnosti* [online]. Dostupné z: <http://www.stenceltransport.cz/predstaveni.php>

ŠTENCEL TRANSPORT. *Specializace přeprav* [online]. Dostupné z: <http://www.stenceltransport.cz/specializace.php>

Zoznam skratiek

APM	angl. arbitrage pricing model; arbitrážny model oceňovania
CAPM	angl. capital asset pricing model; model oceňovania kapitálových aktív
CF	angl. cash flow; peňažný tok
CK	cudzí kapitál
CZ	čistý zisk
ČNB	Česká národní banka
ČPK	čistý pracovný kapitál
ČR	Česká republika
ČSÚ	Český statistický úřad
DCF	angl. discounted cash flow; diskontovaný peňažný tok
d	diskontná miera
dEVA	diskontovaná ekonomická pridaná hodnota
dF	diskontný faktor
dFCFF	diskontovaný free cash flow
DM	dlhodobý majetok
DPH	daň z pridanej hodnoty
EAT	angl. earnings after taxes; čistý zisk
EBIT	angl. earnings before interest and taxes; zisk pred úrokmi a zdanením
EÚ	Európska únia
EVA	angl. economic value added; ekonomická pridaná hodnota
FCFF	angl. free cash flow to firm
g	tempo rastu
HDP	hrubý domáci produkt
i	úroková miera

k_{DMb}	koeficient náročnosti tržieb na investície brutto
KFM	krátkodobý finančný majetok
KPVH	korigovaný prevádzkový výsledok hospodárenia
MPO	Ministerstvo průmyslu a obchodu
NOA	angl. net operating assets; čisté operačné aktíva
NOPAT	angl. net operating profit after tax; operačný výsledok hospodárenia
OA	obežné aktíva
PH	pokračujúca hodnota
PHM	pohonné hmoty
PK	pracovný kapitál
PP	peňažné prostriedky
R_E	náklad vlastného kapitálu
$R_{finstab}$	riziková prirážka za finančnú stabilitu
R_F	bezriziková úroková miera
R_{LA}	riziková prirážka za veľkosť podniku
R_{pod}	riziková prirážka vyplývajúca z podnikateľského rizika
ROA	angl. return on assets; rentabilita aktív
ROCE	angl. return on capital employed; rentabilita investovaného kapitálu
ROE	angl. return on equity; rentabilita vlastného kapitálu
ROS	angl. return on sales; rentabilita tržieb
U	ukazovateľ (všeobecný zápis)
UZ	úplatné zdroje
VH	výsledok hospodárenia
VK	vlastný kapitál
VZZ	výkaz zisku a strát
WACC	angl. weighted average cost of capital; vážené priemerné kapitálové náklady

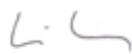
$WACC_L$	náklady celkového kapitálu zadlženej firmy
$WACC_U$	náklady celkového kapitálu nezadlženej firmy
Z	Z-skóre

Prohlášení o využití výsledků bakalářské práce

Prohlašuji, že

- jsem byl seznámen s tím, že na mou bakalářskou práci se plně vztahuje zákon č. 121/2000 Sb. – autorský zákon, zejména § 35 – užití díla v rámci občanských a náboženských obřadů, v rámci školních představení a užití díla školního a § 60 – školní dílo;
- beru na vědomí, že Vysoká škola báňská – Technická univerzita Ostrava (dále jen VŠB-TUO) má právo nevýdělečně, ke své vnitřní potřebě, bakalářskou práci užít (§ 35 odst. 3);
- souhlasím s tím, že bakalářská práce bude v elektronické podobě archivována v Ústřední knihovně VŠB-TUO a jeden výtisk bude uložen u vedoucího bakalářské práce. Souhlasím s tím, že bibliografické údaje o bakalářské práci budou zveřejněny v informačním systému VŠB-TUO;
- bylo sjednáno, že s VŠB-TUO, v případě zájmu z její strany, uzavřu licenční smlouvu s oprávněním užít dílo v rozsahu § 12 odst. 4 autorského zákona;
- bylo sjednáno, že užít své dílo, bakalářskou práci, nebo poskytnout licenci k jejímu využití mohu jen se souhlasem VŠB-TUO, která je oprávněna v takovém případě ode mne požadovat přiměřený příspěvek na úhradu nákladů, které byly VŠB-TUO na vytvoření díla vynaloženy (až do jejich skutečné výše).

V Ostravě dne 15.7.2016


.....

Michal Libiak

Zoznam príloh

Príloha č. 1 - Východiská pre bodovanie Kralickovho Quick testu

Príloha č. 2 - Rozvaha spoločnosti ŠTENCEL TRANSPORT s.r.o. v rokoch 2011-2014

Príloha č. 3 - Plánovaná rozvaha spoločnosti ŠTENCEL TRANSPORT s.r.o. v rokoch 2015-2018

Príloha č. 4 - Výkaz zisku a strát spoločnosti ŠTENCEL TRANSPORT s.r.o. v rokoch 2011-2014

Príloha č. 5 – Plánovaný výkaz zisku a strát spoločnosti ŠTENCEL TRANSPORT s.r.o. v rokoch 2015-2018

Príloha č. 6 - Rozpis splátok investícií pre roky 2015-2018 (v tis. Kč)

Príloha č. 7 - Postup výpočtu WACC